تحليل القوائم المالية

مدخل صناعة القرارات الاستثمارية والائتمانية

تحليل القوائم المالية

مدخل صناعة القرارات الاستثمارية والائتمانية

تحليل الاستثمار _ تحليل الائتمان

الدكتور

سلمان حسين الحكيم

كلية العلوم الإدارية والمالية

جامعة اليرموك الخاصة

اسم الكتاب: **تحليل القوائم المالية – مدخل صناعة القرارات الاستثمارية والائتمانية.**

المؤلف: د. سلمان حسين الحكيم.

سنة الطباعة:2017.

كمية الطباعة: ألف نسخة.

الترقيم الدولي: ISBN 978-9933-22-108-9

جميع العمليات الفنية والطباعية تمت في:

دار ومؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع

يطلب الكتاب على العنوان التالي:

دار ومؤسسة رسلان

للطباعة والنشر والتوزيع

سوريا ـ دمشق ـ جرمانا

هاتف: 00963 11 5627060

هاتف:00963 11 5637060

فاكس: 00963 11 5632860

ص. ب: 259 جرمانا

www.darrislan.com

الإهداء

إلى كل من:

يقف إلى جانب الفقراء والمحرومين في العالم،

يكافح ظاهرة إفقار دول وشعوب العالم،

يواجه السياسات التي انتهجتها القوى الرأسمالية المهيمنة على مقدرات "القرية الكونية الجديدة"...........

داس الزمان على جميع مشاعري	**فتفجر الإبداع من أعماقـــي**
أجريت في الصخر العقيم جـداولاً	**وحملت نور الله في أحداقي**
أنا منذ فجر الأرض ألبس خوذتي	**ووصية الفقراء فوق نطاقي**

"كريم العراقي"

إلى أسرتي:

العائلة هي الملاذ في عالم لا قلب له

"كريستوفر لاستش"

إلى:

ياسمينة الشام التي أحببت

"روان"

أهدي هذا الجهد المتواضع

د. سلمان الحكيم

المحتويات

تـقـديــم

بقلم الدكتور: قيس محمد خضر

يشكل تطور "اللغة" دليلاً على تطور البنية الفوقية في المجتمعات ودليلاً أيضاً على حيوية هذه المجتمعات وعلى قابليتها للإبداع والتجدد الذاتي. لا شك بأن اللغة الاقتصادية عموماً، والمالية والنقدية خصوصاً باتت من أهم اللغات المكتوبة والمحكية في عالم اليوم، عالم الاقتصاد والمال والنفعية. لا تزال المكتبة العربية تعاني من نقص واضح في المنتجات الفكرية والعلمية، تلك التي تستخدم لغة الاقتصاد والمال ما يحرمها من مورد هام من موارد الغنى والثراء والحداثة. يأتي هذا المنتج الفكري والعلمي في سياق إطلاق هذا الغنى وهذا الثراء وهذه "اللغوية الحديثة". يقال: "لو أن ظاهر كل شيء انطبق على جوهره، لكان كل علم زائداً عن الحاجة"، ولمّا كان هنالك من واقع بين ظاهر الظواهر المالية وحقائقها، كان "التحليل" أداة للوصول إلى حقيقة الظواهر لتقديمها إلى صانع القرار شفافة للعمل بمقتضاها. يقف هذا المنتج الفكري العلمي على مفصل هام من مفاصل العلوم الاقتصادية والمالية، والذي يربط بين المحاسبة والقوائم المالية، والمالية ودراسة المخاطر وتقييمها، والاستثمار والتعامل مع القرار الاستثماري بشكله الأرقى "كصناعة"، وليس مجرد "اتخاذ". يعالج المنتَج أهم مكونات "صنع القرار الاستثماري" من تحليل القوائم المالية ومقاييس الأداء إلى تكلفة رأس المال ونماذج تحليل الائتمان إلى العلاقة الجدلية بين السيولة والربحية، إلى تقييم الفاعلية والجدوى، وصولاً إلى التنبؤ حيث يتم تجاوز قراءة الواقع المالي إلى قراءة المستقبل بما ينطوي عليه من تدفقات داخلة وخارجة تحدد مصير المقترح الاستثماري.

يعرف الزميل المؤلِّف جيداً كيف يطوف على هذه العناوين الدقيقة وكيف يمفصلها ويربطها بكل سلاسة ودقة وكفاءة، فيقدم للقارئ فناً علمياً مصاغاً بأسلوب سهل بعيد عن التكلف يجمع فيه بين الدقة والبساطة، من أهم ما يجب أن يحمله منتَجٌ فكري وعلمي. يشكل هذا المؤلَّف قيمة مضافة تتعطش لها مكتبتنا العربية عموماً والسورية خصوصاً فسقياً لقلم الأخ الدكتور سلمان حسين الحكيم لطالما عرفناه مدرساً ملتزماً وباحثاً دؤوباً عن ثمين المعارف يعالجها ويعيد إنتاجها مادة سائغة يقدمها إلى المختصين بالشأن الاقتصادي عموماً والمالي خصوصاً آملين له المزيد من التقدم والنجاح وللأخوة والزملاء المختصين الإفادة من هذا المؤلَّف الغني.

الدكتور قيس محمد خضر

رئيس هيئة التخطيط والتعاون الدولي

المقدمـــة

ازداد الاهتمام بتحليل القوائم المالية وذلك مع تزايد التعقيد الذي يصاحب عملية صناعة القرارات. ومما لاشك فيه بأن عملية تحليل القوائم المالية قد أثبتت فائدتها وعلى نطاق واسع من قرارات الأعمال. فمحللو الأسهم يستخدمون تحليل القوائم المالية كقاعدة في بناء تقديراتهم للأرباح المحتملة. وكذلك محللو الائتمان يستخدمون تحليل القوائم المالية كأداة لتحليل المخاطر التشغيلية والمالية. كما أن المستشارين الماليين يستخدمونه كجزء من تحليلهم الاستراتيجي. بالإضافة إلى ذلك، فإن الإدارة تستخدم تحليل القوائم المالية في مراقبة المنافسين وفي التأسيس لما يسمى الممارسة المثلى ضمن القطاع. كما أن البنوك الاستثمارية وصناديق الأسهم الخاصة يستخدمون تحليل القوائم المالية في تحليل عمليات الاندماج والاستحواذ الممكنة.

بناءً عليه، فقد بات تحليل القوائم المالية من المقررات المطلوبة لدى كافة كليات الأعمال عبر العالم. حيث يزود الطلبة بإطار لتحليل القوائم المالية لأغراض تحليلية مختلفة. وإن طموحنا بأن يكون الإطار الموضوع في هذا الكتاب مفيداً للطلبة والممارسين والمهتمين في مجال تحليل القوائم المالية.

رؤية الكتاب

معظم الكتب التي تتناول موضوع تحليل القوائم المالية تركز بشكل رئيس على المستثمرين. وهذا يشير إلى أن التحليل يهدف إلى دعم منظور التقييم لأغراض الاستثمار. لكن هذا الكتاب يختلف عن الكتب الأخرى من خلال تقديم وتطوير إطار لتحليل القوائم المالية يقوم على رؤية أشمل. فبالإضافة إلى التقييم، سوف

نتناول أيضاً تحليل الائتمان بغية تقييم الجدارة الائتمانية للشركات. وهذا يشير إلى أن الكتاب يأخذ وجهة نظر محللي الأسهم (الاستثمار في الأسهم) ومحللي الائتمان على التوالي. كما أن الكتاب يقر بقيام المجموعتين السابقتين من المحللين بصناعة القرارات بسياقات مختلفة وذلك باستخدام جوانب مختلفة من القوائم المالية. لذلك، ومن أجل اتخاذ القرارات الأمثل، لابد من تحديد نموذج القرار الذي يناسب كل سياق من تلك السياقات، ومن ثم تحديد المعلومات المحاسبية التي يتطلبها تطبيق نموذج القرار.

محتويات الكتاب

يرتكز الكتاب على افتراض أساسي يتمثل بأنه وعلى الرغم من أن تحليل القوائم المالية مصدر هام للمعلومات، إلا أن هناك معلومات إضافية من الضروري جمعها وتحليلها. وهذا يتضمن التعرف على استراتيجية الشركة ومنافسيها والأسواق التي تخدمها. حيث أنه من الممكن بموجب هذه الطريقة زيادة كفاءة وفعالية عملية التحليل.

يقسم الكتاب إلى ثلاثة أجزاء رئيسية تشكل إطاراً متكاملاً لعملية تحليل القوائم المالية وهي:

- الجزء الأول: البيانات المحاسبية Accounting Data
- الجزء الثاني: التحليل المالي Financial Analysis
- الجزء الثالث: صناعة القرار Decision Making

في الجزء الأول _ البيانات المحاسبية: سوف نسلط الضوء على القوائم المالية المختلفة التي يتضمنها التقرير السنوي Annual report. وقد قسم هذا الجزء إلى فصلين:

الفصل الأول: مدخل إلى القوائم المالية وإدارة الحسابات Introduction to financial statements and bookkeeping

يتضمن هذا الفصل عرضاً للقوائم المالية الرئيسية (الميزانية – قائمة الدخل – قائمة التدفقات النقدية – قائمة التغيرات في حقوق الملكية)، مع شرح للمعلومات الرئيسة التي تتضمنها تلك القوائم. بالإضافة إلى مراجعة كيفية إدارة الحسابات وفقاً لنظام القيد المزدوج. حيث أن خبرتنا العملية تدل على أن العديد من الطلبة والممارسين لديهم معرفة محدودة فيما يتعلق بعملية التسجيل المحاسبي وإعداد القوائم المالية.

الفصل الثاني: مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق مقابل مقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي Accrual-based versus cash flow-based performance measures

في هذا الفصل سوف نتوسع في مفهوم المحاسبة على أساس الاستحقاق Accrual accounting وتحديد الفرق بين مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق ومقاييس الأداء المبنية على الأساس النقدي. كما أننا سنناقش المحتوى المعلوماتي لكل من المقياسين السابقين وتحديد أيهما أكثر أهمية في سياق عملية تحليل القوائم المالية.

في الجزء الثاني _ التحليل المالي: سوف نناقش كيفية إعادة ترتيب القوائم المالية لأغراض التحليل، كما أننا سنناقش كيفية قياس وتحليل الربحية والنمو والمخاطر.
وقد قسم هذا الجزء إلى أربعة فصول:

الفصل الثالث: القوائم المالية لأغراض التحليل المالي The analytical financial statements

يتضمن هذا الفصل الإجراءات الواجب القيام بها لترتيب البنود المحاسبية للقوائم المالية بالشكل الذي يساعد المحلل على تأدية إجراءات التحليل. ويتعلق هذا الترتيب بقائمة الدخل وقائمة المركز المالي (الميزانية). بالنسبة لقائمة الدخل، لابد من فصل الإيرادات والمصاريف التشغيلية عن الإيرادات والمصاريف المالية. أما

بالنسبة للميزانية، فلابد من تمييز الأصول والالتزامات التشغيلية عن الأصول والالتزامات المالية.

الفصل الرابع: تحليل الربحية Profitability analysis

يتضمن هذا الفصل عدداً من النسب والمؤشرات الرئيسة المستخدمة في توضيح وقياس الربحية. وفيما يلي النقاط الرئيسة التي سنعتمد عليها عند تحليل الربحية:

- قياس الربحية التشغيلية.
- العائد على رأس المال المستثمر.
- تفكيك العائد على رأس المال المستثمر.
- تحليل هامش الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر.
- العائد على الملكية.

الفصل الخامس: تحليل النمو Growth analysis

يميز هذا الفصل بين الأساليب المختلفة لتقدير النمو ويقدم مقاييس مالية للنمو تنسجم مع عملية خلق القيمة للمساهمين. كما يركز هذا الفصل على مسائل هامة متعلقة بالنمو مثل:

- قياس سرعة نمو الشركة مع المحافظة على المخاطر المالية عند نفس المستوى.
- طرق قياس النمو.
- تقييم جودة النمو.
- تقدير مدى استدامة النمو.
- العلاقة بين النمو والسيولة.

الفصل السادس: تحليل مخاطر السيولة Liquidity risk analysis

يلقى مؤشر السيولة اهتماماً كبيراً من قبل متخذي القرارات، وذلك على اعتبار أنه بدون سيولة فإن الشركات لا تستطيع أن تسدد التزاماتها في موعد استحقاقها، أو قد لا تكون قادرة على تنفيذ استثمارات جديدة، وفي الحالات القصوى فإن فقدان السيولة قد يؤدي إلى الإفلاس. في هذا الفصل سوف نقوم بحساب وتفسير النسب المالية المستخدمة في قياس مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل والمدى الطويل الأجل. بالإضافة إلى عرض محاسن وعيوب النسب المالية المستخدمة في قياس مخاطر السيولة. كما نؤكد من خلال هذا الفصل بأن استخدام النسب المالية ليس إلا أسلوباً من الأساليب المختلفة المستخدمة في قياس مخاطر السيولة والتي سيتم التطرق إليها في الجزء الثالث من الكتاب.

في الجزء الثالث _ صناعة القرار: سوف نستخدم التحليل المالي في سياقات القرار المختلفة:

- التنبؤ.
- التقييم.
- تكلفة رأس المال.
- تحليل الائتمان.

وبالتالي، فقد قسم هذا الجزء إلى أربعة فصول:

الفصل السابع: التنبؤ Forecasting

غالباً ما يعتمد تقييم الشركات والتحليل الائتماني على التنبؤ بالأرباح أو التدفقات النقدية المستقبلية. بناءً عليه، وفي سبيل تقييم الشركات أو تنفيذ تحليل الائتمان، فإنه من الضروري التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية. إن الفصل السابع (التنبؤ) يتضمن شرحاً لكيفية إعداد القوائم المالية التقديرية باستخدام نموذج التنبؤ المعتمد على مسببات القيمة Value drivers. وهنا سيتم التمييز بين الجوانب

الفنية للتنبؤ والجوانب المرتبطة بالتقدير. فمن خلال الجوانب الفنية تتم الإشارة إلى كيفية تصميم خريطة مسببات القيمة المستخدمة في إعداد القوائم المالية التقديرية. أما بالنسبة للجوانب المرتبطة بالتقدير، فهنا نسلط الضوء على كيفية استخدام التحليل الاستراتيجي إلى جانب تحليل القوائم المالية في تقدير مسببات القيمة المالية التي تبنى عليها القوائم المالية التقديرية.

الفصل الثامن: التقييم Valuation

نناقش في هذا الفصل الأنواع المختلفة لنماذج التقييم:

- أساليب القيمة الحالية.
- أسلوب التقييم النسبي (المضاعفات).
- أسلوب التصفية.

كما أننا نسلط الضوء في هذا الفصل على نقاط التشابه والاختلاف بين أساليب التقييم المختلفة من جهة، وعلى مزايا وعيوب تلك الأساليب من جهة أخرى. بالإضافة إلى ذلك، سوف نوضح تقنيات التقييم المختلفة من خلال عدد من الأمثلة العملية.

الفصل التاسع: تكلفة رأس المال Cost of capital

تستخدم تكلفة رأس المال في سياقات مختلفة ضمن عملية تحليل القوائم المالية. فعلى سبيل المثال، يجب تقدير تكلفة رأس المال لكي نتمكن من تقييم الشركات باستخدام أساليب القيمة الحالية، حيث تستخدم تكلفة رأس المال هنا كمعامل خصم عند احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية. وبما أن تكلفة رأس المال تتأثر بدرجة المخاطر الحالية والمستقبلية التي تتعرض لها الشركة، لذلك سوف نركز في هذا الفصل بشكل رئيس على كيفية تحديد وتقييم المخاطر المرتبطة بالأنشطة التشغيلية والتمويلية للشركة وتقييم مدى قدرة الشركة على التأثير والتحكم بتلك المخاطر.

الفصل العاشر: تحليل الائتمان Credit analysis

نناقش في هذا الفصل النماذج المختلفة والأكثر استخداماً في تحليل الائتمان:

- النموذج الأساسي في تحليل الائتمان.
- نماذج التنبؤ بالفشل المالي (النماذج الإحصائية).
- نماذج المعايير الائتمانية.

كما أننا نسلط الضوء في هذا الفصل على نقاط التشابه والاختلاف بين نماذج تحليل الائتمان المذكورة أعلاه والتعرف على مزايا وعيوب تلك النماذج. بالإضافة إلى ذلك، سوف نتطرق إلى نماذج التصنيف الائتماني المعتمدة من قبل وكالات التصنيف الائتماني والتمييز بين مرتبة الاستثمار ومرتبة المضاربة عند تقييم الجدارة الائتمانية.

وأخيراً، فإننا لا ندعي الكمال، فلكل شيء إذا ما تم نقصان. لذلك يأمل الباحث أن يقوم المهتمون والطلبة الذين لديهم ملاحظات ومقترحات على الكتاب بإرسالها للباحث على العنوان الالكتروني الآتي:

dr.salman.alhakeem@gmail.com

والله ولي التوفيق

المؤلف

الدكتور: سلمان حسين الحكيم

الجزء الأول

البيانات المحاسبية

Accounting Data

المحتويات:

مقدمة إلى الجزء الأول

يعتبر التقرير السنوي بمثابة الوثيقة الرئيسية عند تحليل القوائم المالية. وفي الفصل الأول والثاني من هذا الكتاب، سوف نتناول بالنقاش المعلومات المحاسبية المتاحة في التقرير السنوي.

في الفصل الأول سوف نسلط الضوء على كيفية تسجيل العمليات التجارية وكيفية إعداد القوائم المالية. بالنسبة للقوائم المالية، فإن قائمة الدخل تميز بين الإيرادات والمصروفات والمكاسب والخسائر. أما الميزانية فإنها تمثل أصول الشركة والتزاماتها وحقوق ملاكها. أما فيما يتعلق بقائمة التغيرات في حقوق الملكية، فإنها تتضمن التغيرات التي طرأت على حقوق الملكية من بداية الفترة وحتى نهايتها. وأخيراً، فإن قائمة التدفق النقدي تبين التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية وكيفية ارتباط تلك التدفقات النقدية بقائمة الدخل والميزانية.

في الفصل الثاني سوف نتوسع في المفاهيم المحاسبية ونشرح الاختلاف بين مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق من جهة ومقاييس الأداء المبنية على الأساس النقدي من جهة أخرى. ويناقش هذا الفصل المحتوى المعلوماتي للمقياسين وتحديد أيهما أكثر أهمية من منظور المستثمر.

الفصل الأول

مدخل إلى القوائم المالية وإدارة الحسابات

Introduction to financial statements and bookkeeping

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- إدراك الغرض من بيان الدخل وتحديد مكوناته.
- إدراك الغرض من الميزانية وتحديد مكوناتها.
- إدراك الغرض من بيان التغيرات في حقوق الملكية وتحديد مكوناته.
- إدراك الغرض من بيان التدفق النقدي وتحديد مكوناته.
- تسجيل المعاملات التجارية.
- تسجيل قيود التسوية والإغلاق.
- إعداد القوائم المالية بالاعتماد على المعاملات المسجلة.

مدخل إلى القوائم المالية وإدارة الحسابات

من خلال هذا الفصل سوف نتعرف على القوائم المالية المختلفة الواجب إعدادها من قبل الشركات، كما سنسلط الضوء على كيفية تسجيل المعاملات التجارية وفقاً لنظام القيد المزدوج Double entry system.

تشكل القوائم المالية الجزء الرئيسي من التقرير السنوي المعد من قبل الشركات، فهذه القوائم تساعد مستخدميها على تقدير مدى قدرة الشركة على النمو وتوليد الأرباح، وتقدير المخاطر التي يمكن أن تواجهها، وذلك من خلال ما تتضمنه تلك القوائم من معلومات عن العناصر المحاسبية التالية:

الجدول 1-1: القوائم المالية وعناصرها المحاسبية

العناصر المحاسبية	القوائم المالية
• الإيرادات والمصاريف • المكاسب والخسائر	• بيان الدخل • بيان الدخل الشامل
▪ الأصول ▪ الالتزامات ▪ حقوق الملكية	▪ الميزانية
✓ التدفقات النقدية الداخلة والخارجة	✓ بيان التدفق النقدي

بالإضافة إلى القوائم المالية المبينة في الجدول 1-1، يتوجب على الشركات إعداد بيان تعكس من خلاله التغيرات في حقوق الملكية خلال الفترة المالية التي يغطيها البيان. وفي سبيل إعطاء صورة مالية شاملة، فإن مجموعة من الإيضاحات يجب أن ترفق إلى جانب القوائم المالية. هذه الإيضاحات تتمثل بملخص عن السياسات المحاسبية الهامة والتقديرات والمعلومات التفسيرية الأخرى.

فيما يلي سنناقش القوائم المالية الرئيسة المؤلفة من:

- بيان الدخل وبيان الدخل الشامل.
- الميزانية.
- بيان التدفق النقدي.
- بيان التغيرات في حقوق الملكية.

أولاً_ بيان الدخل وبيان الدخل الشامل:

يظهر بيان الدخل أرباح الشركة عن فترة محددة مسبقاً والتي غالباً ما تكون سنة (12 شهر). ووفقاً للنموذج الأساسي لبيان الدخل، فإنه يتضمن أرباح الشركة التي تمثل حسابياً الفرق بين الإيرادات والمصاريف. تتمثل الإيرادات بالدخل المتأتي من بيع منتجات أو خدمات الشركة، بينما تتألف المصاريف من مجموعة من البنود بما فيها الاستهلاك والإطفاء:

الإيرادات

– المصاريف

= **الأرباح (للفترة المحددة)**

لكن حساب الأرباح كما هو موضح أعلاه بالفرق بين الإيرادات والمصاريف لا يعطينا صورة كافية عن الوضع المالي للشركة. وذلك بسبب عدم معرفتنا بالتفاصيل الكامنة وراء الأرقام. على سبيل المثال، نحن لا نعرف فيما إذا تم الاعتراف مثلاً بتكاليف التطوير كمصروف أو كأصل.

بناءً عليه، فإن مستخدمي القوائم المالية بحاجة إلى معرفة كيفية الوصول إلى رقم الأرباح. وهنا لابد من التوقف عند المعايير التالية:

1) معايير الاعتراف Recognition criteria

- ما هي البنود التي يعترف بها كإيرادات ومصروفات؟
- متى يعترف بتلك الإيرادات والمصروفات؟

2) معايير القياس Measurement criteria

- كيف تقاس الإيرادات والمصروفات؟

3) معايير التصنيف Classification criteria

- كيف تعرض الإيرادات والمصروفات؟

وفي الحقيقة، فإن المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS تعكس الحاجة لوضع معايير لكيفية الاعتراف وقياس وتصنيف الإيرادات والمصروفات. وقد تضمن الإطار المفاهيمي لإعداد وعرض البيانات المالية المعتمد من قبل مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB تحديداً للإيرادات والمصروفات الواجب الاعتراف بها في بيان الدخل:

الدخل: وهو الزيادة في المنافع الاقتصادية خلال الفترة المحاسبية على شكل تدفقات داخلة أو زيادات في الأصول أو نقصان في الالتزامات مما ينجم عنها زيادة في حقوق الملكية خلافاً لتلك المتعلقة بمساهمات المشاركين في حقوق الملكية.

المصروفات: وهي نقصان في المنافع الاقتصادية خلال الفترة المحاسبية على شكل تدفقات خارجة أو استنفاذ الأصول أو تكبد التزامات والتي ينجم عنها نقصان في حقوق الملكية خلافاً لتلك المتعلقة بالتوزيعات على المشاركين في حقوق الملكية.

ووفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (1) "عرض البيانات المالية"، فإن بيان الدخل يجب أن يتضمن كحد أدنى البنود التالية:

- الإيرادات.
- تكاليف التمويل.
- نصيب الربح أو الخسارة من المشاريع المشتركة التي تمت محاسبتها باستخدام طريقة حقوق الملكية.

- الربح أو الخسارة من العمليات المتوقفة بعد حسم الضرائب.
- المصروف الضريبي.

إن المتطلبات الدنيا السابقة بالكاد أن تكون كافية. وهذا ما اعترف به مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB الذي طالب بضرورة إدراج بنود إضافية عندما يكون ذلك ملائماً ويساعد في فهم أفضل للأداء المالي للشركات. وفيما يلي بنود محددة يجب أن يفصح عنها سواء في صلب بيان الدخل أو في الإيضاحات:

- انخفاض قيمة المخزون إلى صافي القيمة القابلة للتحقق أو قيمة الممتلكات والمصانع والمعدات إلى المبلغ القابل للاسترداد، والقيود العاكسة لهذه التخفيضات.
- إعادة هيكلة أنشطة الشركة والقيود العاكسة لأية مخصصات لتكاليف إعادة الهيكلة.
- عمليات التصرف ببنود الممتلكات والمصانع والمعدات.
- عمليات التصرف بالاستثمارات.
- العمليات المتوقفة.
- تسوية القضايا والمنازعات القضائية.
- القيود العاكسة الأخرى للمخصصات.

كما يتوجب على الشركة أن تعرض تحليلاً للمصروفات وذلك باستخدام تصنيف يعتمد إما على **طبيعة المصروفات** (مواد أولية، مصروفات الموظفين، الاستهلاكات،... الخ) أو على **وظيفتها** ضمن الشركة (تكلفة البضاعة المباعة، تكاليف التوزيع، المصروفات الإدارية،... الخ). ولابد من الإشارة إلى أنه ليس لزاماً على الشركات أن تعرض المعلومات السابقة (تحليل المصروفات) في متن بيان الدخل، لكنه إجراء مشجع به وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (1).

والجدول 1-2 يتضمن المقارنة بين بيان دخل معد باستخدام طريقة تصنيف المصروفات وفقاً لطبيعتها وآخر وفقاً لوظيفتها.

الجدول 1-2: بيان الدخل – طريقة طبيعة المصروفات مقابل طريقة وظيفة المصروفات

طريقة طبيعة المصروفات		طريقة وظيفة المصروفات	
الإيرادات	X	الإيرادات	x
دخل آخر	X	تكلفة المبيعات	x
التغيرات في مخزون البضاعة التامة وتحت الصنع	X	مجمل الربح	x
المواد الخام والمستهلكات المستخدمة	X	تكاليف البيع والتوزيع	x
مصروفات منافع الموظفين	X	المصروفات الإدارية	x
مصروفات الاستهلاك والإطفاء	X	دخل آخر	x
المصروفات الأخرى	X	مصروفات أخرى	x
إجمالي المصروفات	X		
الأرباح / الخسائر الصافية	X	الأرباح / الخسائر الصافية	x

بالنسبة للشركات التي تصنف مصروفاتها وفقاً لوظيفتها، فإنها سوف تفصح عن معلومات إضافية متعلقة بطبيعة المصروفات، كالإفصاح عن الاستهلاك والإطفاء ومصروفات منافع الموظفين. وإن الغاية من ذلك تتمثل بتوفير معلومات كافية لمستخدمي البيانات يمكن من خلالها إجراء تقدير دقيق للوضع المالي للشركة.

ولتوضيح كيفية عرض بيان الدخل، فإن الجدول 1-3 يمثل ملخصاً لبيان الدخل للشركة X. حيث يبين بأن الشركة تتبع طريقة تصنيف المصروفات وفقاً لوظيفتها

(على سبيل المثال: المصروفات البيعية والإدارية). إن تصنيف المصروفات وفقاً لوظيفتها تعتبر الطريقة الشائعة، لكن شركات أخرى قد تختار الأسلوب الآخر في تصنيف النفقات كما هو موضح في الجدول 1-4.

إن المثال الموضح في الجدول 1-4، يبين بأن الشركة Y تفصح عن كل نوع رئيس من أنواع المصروفات بشكل منفصل عن النوع الآخر. فعلى سبيل المثال، فإن مصروفات الموظفين (الرواتب والمعاشات) تظهر بشكل منفصل عن مصروف الاستهلاك والإطفاء. وبما أن مصروف الاستهلاك والإطفاء من المصروفات غير النقدية، لذلك ربما يرغب المحلل بفصل هذه البنود عن البنود الأخرى. لكن إذا كانت المصروفات مصنفة وظيفياً، يتوجب على المحلل البحث في الإيضاحات عن المعلومات المتعلقة بالاستهلاك والإطفاء، حيث أن هذا البند موزع على بنود محاسبية عديدة (تكلفة المبيعات ومصروفات البحث والتطوير والمصروفات البيعية والإدارية).

على الرغم من أن الربح المعلن عنه لا يتأثر بطريقة التصنيف سواء أكانت حسب وظيفية أو طبيعة المصروفات، لكنه يلعب دوراً هاماً في معرفة كيف تقوم الشركة بتصنيف أو تخصيص إيراداتها ونفقاتها وأصولها والتزاماتها. كما أن مستوى التفصيل ربما يؤثر في إجراءات عملية التحليل. على سبيل المثال، فإن تخصيص التكاليف إلى تكاليف متغيرة وثابتة سوف يمكن المحلل من استخدام هامش المساهمة كمسبب قيمة Value driver. بالإضافة إلى ذلك، فإن تحليل السلاسل الزمنية يزداد صعوبة كلما كانت البنود مصنفة على نحو مختلف. أي إذا كانت الشركة لا تلتزم بنفس طريقة التصنيف بين فترة وأخرى، فإن تحليل السلاسل الزمنية سوف يكون أكثر صعوبة ويحتاج إلى وقت أطول.

الجدول 1–3: بيان الدخل للشركة (X)

البنود (المبالغ بآلاف الليرات)	السنة 8	السنة 7	السنة 6
المبيعات الصافية	208,930	187,780	179,821
تكلفة المبيعات	(134,661)	(114,059)	(104,875)
مجمل الربح	**74,269**	**73,721**	**74,946**
نسبة مجمل الربح %	**%35**	**%39.3**	**%41.7**
مصروفات البحث والتطوير	(33,584)	(28,842)	(27,533)
المصروفات البيعية والإدارية	(26,974)	(23,199)	(21,422)
المصروفات التشغيلية	**(60,558)**	**(52,041)**	**(48,955)**
الإيرادات والمصروفات التشغيلية الأخرى	2,977	1,734	3,903
حصة في أرباح مشاريع مشتركة	(436)	7,232	5,934
الربح التشغيلي	**16,252**	**30,646**	**35,828**
نسبة الربح التشغيلي %	**%7.8**	**%16.3**	**%19.9**
الدخل المالي	3,458	1,778	1,954
المصروفات المالية	(2,484)	(1,695)	(1,789)
الربح بعد البنود المالية	**17,226**	**30,729**	**35,993**
الضريبة	(5,559)	(8,594)	(9,557)
الربح الصافي	**11,667**	**22,135**	**26,436**

الجدول 1-4: بيان الدخل للشركة (Y)

البنود (المبالغ بآلاف الليرات)	**السنة 7**	**السنة 6**
الإيرادات	21,900	15,158
دخل آخر	516	4,934
التغيرات في المخزون	380	(110)
المواد الأولية والمستهلكات المستخدمة	(6,642)	(5,387)
مصروفات الموظفين	(6,629)	(4,910)
الاستهلاك والإطفاء	(1,460)	(1,492)
مصاريف تشغيلية أخرى	(8,313)	(6,818)
الربح التشغيلي	**(248)**	**1,375**
الدخل المالي	870	112
المصروفات المالية	(469)	(983)
الربح قبل الضريبة	**153**	**504**
الضريبة	(37)	(848)
الربح الصافي	**116**	**(344)**

أما بالنسبة **لبيان الدخل الشامل**، فإنه يتضمن كافة بنود الدخل والمصروف المعترف بها في الفترة سواء أكانت ضمن مكونات الربح أو الخسارة، أو ضمن مكونات الدخل الشامل الآخر Other comprehensive income. فيما يتعلق بمكونات الربح أو الخسارة (صافي الربح / الخسارة) فقد تم استعراضها في بيان الدخل سابقاً، أما مكونات الدخل الشامل الآخر فإنها تتضمن:

- التغيرات في فائض إعادة التقييم.

- المكاسب والخسائر الاكتوارية على خطط المنافع المحددة.
- المكاسب والخسائر الناجمة عن ترجمة القوائم المالية للعمليات الأجنبية.
- المكاسب والخسائر من إعادة قياس الأصول المالية المتاحة للبيع.
- الجزء الفعال من المكاسب والخسائر على أدوات التحوط في تحوط التدفق النقدي.
- أثر الضريبة على عناصر الدخل الشامل الآخر.

ووفقاً للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS، يمكن عرض بنود الدخل والمصروف في بيان واحد (بيان الدخل الشامل) أو في بيانين (بيان دخل منفصل وبيان الدخل الشامل). وإذا اتبعت الشركة سياسة البيانين، فإن البيان الأول يمثل بيان الدخل، والبيان الآخر يجب أن يبدأ بالربح أو الخسارة للفترة (السطر الأخير في بيان الدخل)، ثم يظهر كل بنود الدخل الشامل الآخر. إن الجدول 1−5 يمثل نموذجاً لبيان الدخل الشامل للشركة (X)

أخيراً، فإن بيان الدخل الشامل يظهر إجمالي الدخل الشامل الذي يمثل التغير في حقوق الملكية خلال الفترة والناتج عن المعاملات والأحداث الأخرى عدا تلك التغيرات الناتجة عن المعاملات مع المالكين بصفتهم مالكين.

ثانياً_ الميزانية:

الميزانية هي عبارة عن ملخص للمركز المالي للشركة في لحظة زمنية معينة، حيث تتضمن ملخصاً للاستثمارات الإجمالية (الأصول) ولكيفية تمويل تلك الأصول (الالتزامات وحقوق الملكية). وبشكل مبسط، فإن الميزانية تتلخص بالآتي: الأصول

_ الالتزامات

= **حقوق الملكية**

الجدول 1-5: بيان الدخل الشامل للشركة (X)

البنود (المبالغ بآلاف الليرات)	**السنة 8**	**السنة 7**	**السنة 6**
الربح الصافي للفترة	**11,667**	**22,135**	**26,436**
دخل شامل آخر			
المكاسب والخسائر الاكتوارية المتعلقة بخطط المنافع	(4,015)	1,208	440
المكاسب والخسائر من إعادة قياس أصول مالية.	(7)	2	(1)
المكاسب والخسائر من تحوط التدفق النقدي (مضافاً إليها الضريبة على بنود الدخل الشامل الآخر)	6,970	(1,676)	(1,679)
دخل شامل آخر للفترة	**2,948**	**(466)**	**(1,240)**
إجمالي الدخل الشامل للفترة	**14,615**	**21,669**	**25,196**
إجمالي الدخل الشامل للفترة المنسوب إلى:			
مالكي الشركة الأم	13,988	21,371	25,101
الحصص غير المسيطرة	627	298	95

فيما يلي سنسلط الضوء على الأصول والالتزامات من حيث كيفية الاعتراف والقياس والعرض. إن الأصول والالتزامات مصنفة إلى أصول متداولة وغير متداولة، والتزامات متداولة وغير متداولة. يتوجب على الشركة أن تصنف الأصول على أنها **أصول متداولة** عندما تفي بمعيار أو أكثر من المعايير التالية:

- من المتوقع أن يتحقق الأصل أو يحتفظ به للبيع أو الاستهلاك خلال الدورة التشغيلية العادية للمشروع.

- عندما يحتفظ بالأصل بشكل رئيسي لأغراض المتاجرة.
- من المتوقع أن يتحقق الأصل ضمن إثني عشر شهراً بعد تاريخ إعداد التقرير.
- عندما يكون الأصل نقداً أو معادلاً للنقد.

بالنسبة للأصول التي لا تلبي أي معيار من المعايير السابقة، فإنها تصنف أصول غير متداولة.

يتوجب على الشركة أن تصنف الالتزامات على أنها **التزامات متداولة** عندما تفي بواحد من المعايير التالية:

- عندما يتوقع تسوية الالتزام ضمن الدورة التشغيلية العادية.
- عندما يحتفظ بالالتزام بشكل أساسي لأغراض المتاجرة.
- عندما يستحق تسديد الالتزام خلال اثني عشر شهراً بعد تاريخ إعداد التقرير.
- ليس لدى المنشأة الحق في تأجيل تسوية الالتزام اثني عشر شهراً على الأقل بعد تاريخ إعداد التقرير.

بالنسبة لكافة الالتزامات الأخرى، يتوجب على المنشأة أن تصنفها ضمن الالتزامات غير المتداولة.

لم يلزم المعيار المحاسبي الدولي رقم (1) بترتيب أو تنسيق معين لعرض بنود الميزانية. لكنه اشترط بأن تشمل الميزانية على الأقل البنود المعروضة في الجدول 1-6.

الجدول 1-6: تصنيف الأصول والالتزامات

الأصول

- الممتلكات والمصانع والمعدات
- عقارات استثمارية

- الأصول غير الملموسة
- الأصول المالية
- الاستثمارات التي يتم محاسبتها باستخدام طريقة حقوق الملكية
- الأصول البيولوجية
- المخزون
- الذمم المدينة التجارية والذمم المدينة الأخرى
- النقد ومعادلات النقد

الالتزامات وحقوق الملكية

- الذمم الدائنة التجارية والذمم الدائنة الأخرى
- المخصصات
- التزامات متداولة تحمل فائدة
- الالتزامات الضريبية والأصول الضريبية
- الالتزامات الضريبية المؤجلة
- التزامات غير متداولة تحمل فائدة
- حصص الأقلية
- رأس المال الصادر والاحتياطي

بالإضافة إلى ذلك، فإن الميزانية تتضمن أيضاً البنود التالية:

- إجمالي الأصول المصنفة على أنها برسم البيع والأصول المشمولة في مجموعات التصرف والمصنفة على أنها محتفظ بها برسم البيع.
- الالتزامات المشمولة في مجموعات التصرف والمصنفة على أنها محتفظ بها برسم البيع.

كما هو موضح في الجدول 1–6، فإن الميزانية معروضة بشكل مفصل. لكن المنشأة يجب أن تفصح عن تصنيفات فرعية أخرى بما يتناسب مع عمليات المنشأة. وهذا يدل على أن طريقة عرض المعلومات ربما تختلف باختلاف القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة. لذلك يتوجب على المنشأة أن تصدر حكماً بشأن عرض البنود الإضافية بشكل منفصل بالاعتماد على الأسس التالية:

- طبيعة وسيولة الأصول.
- وظيفة الأصول ضمن المنشأة.
- المبالغ وطبيعة وتوقيت الالتزامات.

إن استخدام أسس مختلفة لقياس فئات مختلفة من الأصول يشير إلى اختلاف طبيعتها أو وظيفتها، لذلك على المنشأة عرضها بشكل منفصل. على سبيل المثال، فإن الفئات المختلفة من الممتلكات والمصانع والمعدات قد تكون مسجلة بالتكلفة أو بمبالغ إعادة التقييم وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (16) "الممتلكات والمصانع والمعدات".

فيما يلي الجدول 1–7 الذي يظهر الميزانية العمومية للشركة X. حيث أن الأصول والالتزامات مصنفة إلى متداولة وغير متداولة. ولابد من الإشارة إلى أن هذا التصنيف يتيح للمحلل إمكانية فصل البنود المولدة للتدفقات النقدية الداخلة (الأصول) وللتدفقات النقدية الخارجة (الالتزامات) خلال الدورة التشغيلية للمنشأة عن البنود الأخرى.

الجدول 1–7: الميزانية الموحدة للشركة X

البنود (المبالغ بآلاف الليرات)	السنة 8	السنة 7
الأصول		
الأصول غير المتداولة		
الأصول غير الملموسة		

3,661	2,782	• نفقات تطوير رأسمالية
22,826	24,877	• الشهرة
23,958	20,587	• حقوق الملكية الفكرية والعلامات التجارية
9,304	9,995	الممتلكات والمصانع والمعدات
		الأصول المالية
10,903	7,988	الملكية في المشاريع المشتركة والشركات الزميلة
738	309	استثمارات أخرى في حصص ومشاركات
1,012	846	تمويل الزبائن – غير متداولة
2,918	4,917	أصول مالية أخرى
11,690	14,858	أصول ضريبية مؤجلة
87,010	**87,159**	**إجمالي الأصول غير المتداولة**
		الأصول المتداولة
22,475	27,836	المخزون
60,492	75,891	الذمم المدينة التجارية
2,362	1,975	تمويل الزبائن – متداولة
15,062	17,818	الذمم المدينة الأخرى
29,406	37,192	الاستثمارات قصيرة الأجل
28,310	37,813	النقد ومعادلات النقد
158,107	**198,525**	**إجمالي الأصول المتداولة**
245,117	**285,684**	**إجمالي الأصول**
		حقوق الملكية والالتزامات
		حقوق الملكية
134,112	140,823	حقوق المساهمين

حصة الأقلية	1,261	940
إجمالي حقوق الملكية	**142,084**	**135,052**
الالتزامات غير المتداولة		
منافع ما بعد انتهاء الخدمة	9,873	6,188
المخصصات – غير متداولة	311	368
الالتزامات الضريبية المؤجلة	2,738	2,799
القروض – غير المتداولة	24,939	21,320
التزامات غير متداولة أخرى	1,622	1,714
إجمالي الالتزامات غير المتداولة	**39,483**	**32,389**
الالتزامات المتداولة		
المخصصات – متداولة	14,039	9,358
القروض – متداولة	5,542	5,896
الذمم الدائنة التجارية	23,504	17,427
التزامات متداولة أخرى	61,032	44,995
إجمالي الالتزامات المتداولة	**104,117**	**77,676**
إجمالي حقوق الملكية والالتزامات	**285,684**	**245,117**

ثالثاً_ بيان التدفق النقدي:

يتضمن بيان التدفق النقدية المقبوضات والمدفوعات النقدية وصافي التغير في النقدية الناجم عن الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية للمنشأة خلال فترة زمنية معينة. وبالتالي فإن معلومات بيان التدفق النقدي تساعد مستخدمي القوائم المالية على تقييم قدرة المنشأة على توليد النقدية وكيفية استخدامها.

يمكن استخدام بيان التدفقات النقدية في العديد من المجالات ومنها على سبيل المثال تحليل الائتمان. فعند تقييم الجدارة الائتمانية للشركات يمكننا استخدام بيان التدفقات النقدية لقياس جودة الأرباح.

فيما يلي الجدول 1-8 الذي يمثل بيان التدفقات النقدية للشركة X. يوضح الجدول بأن النقدية في نهاية السنة الثامنة قد بلغت 37,813 ألف ليرة مقارنة بمبلغ 28,310 ألف ليرة في بداية السنة. بالتالي فإن رصيد النقدية قد ازداد خلال السنة الثامنة بمبلغ وقدره 9,503 ألف ليرة (37,813 – 28,310).

الجدول 1-8: بيان التدفق النقدي للشركة X

البنود (المبالغ بآلاف الليرات)	السنة 8	السنة 7	السنة 6
الأنشطة التشغيلية			
صافي الربح	**11,667**	**22,135**	**26,436**
التعديلات لتسوية صافي الربح	**14,318**	**7,172**	**6,060**
	25,985	**29,307**	**32,496**
التغيرات في صافي الأصول التشغيلية			
المخزون	(3,927)	(445)	(2,553)
تمويل الزبائن، متداولة وغير متداولة	549	365	1,186
الذمم المدينة التجارية	(11,434)	(7,467)	(10,563)
المخصصات ومنافع ما بعد انتهاء الخدمة	3,830	(4,401)	(3,729)
الأصول والالتزامات التشغيلية الأخرى	8,997	1,851	1,652
	(1,985)	(10,097)	(14,007)
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	**24,000**	**19,210**	**18,489**

الأنشطة الاستثمارية			
الاستثمار في الممتلكات والمصانع والمعدات	(4,133)	(4,319)	(3,827)
بيع الممتلكات والمصانع والمعدات	1,373	152	185
امتلاك شركات تابعة وعمليات أخرى	(74)	(26,292)	(18,078)
التخلص من شركات تابعة وعمليات أخرى	1,910	84	3,086
تطوير منتج	(1,409)	(1,053)	(1,353)
أنشطة استثمارية أخرى	944	396	(1,070)
استثمارات قصيرة الأجل	(7,155)	3,499	6,180
التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية	**(8,544)**	**(27,533)**	**(14,877)**
الأنشطة التمويلية			
المتحصلات من الاقتراض	5,245	15,587	1,290
سداد المبالغ المقترضة	(4,216)	(1,291)	(9,510)
بيع الأسهم الخاصة	3	94	124
التوزيعات المدفوعة	(8,240)	(8,132)	(7,343)
التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية	**(7,208)**	**6258**	**(15,439)**
تأثير تغيرات سعر الصرف على النقدية	1,255	406	58
صافي التغير في النقدية	**9,503**	**(1,659)**	**(11,769)**
النقدية ومعادلات النقدية في بداية	**28,310**	**29,969**	**41,738**

الفترة			
النقدية ومعادلات النقدية في بداية الفترة	37,813	28,310	29,969

رابعاً_ بيان التغيرات في حقوق الملكية:

يعكس هذا البيان جميع التغيرات في حقوق الملكية بين بداية ونهاية الفترة. والتغير في حقوق الملكية يتألف من عدد من البنود الهامة. غالباً ما تكون الأرباح المحتجزة البند الأكثر أهمية، وهي تمثل مجمع الأرباح (الخسائر) عبر الزمن بعد استبعاد التوزيعات. والبند الآخر هو فائض إعادة التقييم (فائض إعادة التقييم ناجم عن إعادة تقييم الممتلكات بالقيمة العادلة). بالإضافة إلى بنود أخرى لا يعترف بها ضمن الأرباح والخسائر مثل المكاسب والخسائر الناجمة عن ترجمة القوائم المالية للعمليات الأجنبية وتعديلات القيمة العادلة المعترف بها كجزء من حقوق الملكية. وأخيراً، فإن التغيرات في حقوق الملكية تتضمن بنوداً تعكس التغيرات الناجمة عن الأحداث والمعاملات مع المالكين بصفتهم مالكين، مثل زيادة رأس المال وإعادة شراء الأسهم.

تعتبر التغيرات في حقوق الملكية من المعلومات المفيدة عند تحليل القوائم المالية، ذلك لأنها تبين بنود حقوق الملكية التي تنتهك افتراض الفائض الصافي clean surplus. حيث هناك بعض البنود التي لا يعترف بها ضمن بيان الدخل وإنما يعترف بها مباشرة ضمن حقوق الملكية. ومثل هذه البنود ربما يعاد تصنيفها كجزء من الدخل التشغيلي. بالإضافة إلى ذلك، فإن فحص التغيرات في حقوق الملكية يكشف فيما إذا كان التحسن في حقوق الملكية والقيمة السوقية للمنشأة منسوب إلى العمليات (الأرباح المحتجزة) أو أنه ناجم عن معاملات مع المالكين. وفيما يلي بيان التغيرات في حقوق الملكية للشركة X الموضح في الجدول 1-9.

إن القوائم المالية للشركة X المعروضة في الجداول السابقة ناتجة عن عدد ضخم من المعاملات المسجلة وفقاً لنظام إدارة الحسابات في الشركة. حيث أن كل بند من بنود القوائم المالية ما هو إلا مجموع لعدد كبير من المعاملات الضمنية. على سبيل المثال، فإن بند الإيرادات (السطر الأعلى ضمن بيان الدخل) يتضمن المبلغ الإجمالي لكل معاملات البيع التي قامت بها الشركة X خلال الفترة التي يغطيها بيان الدخل.

بناءً عليه، سوف نسلط الضوء في القسم التالي على نظام القيد المزدوج Double-entry system ونبين كيفية تسجيل المعاملات وكيفية نقل التأثيرات المترتبة عنها إلى القوائم المالية. ولابد من الإشارة إلى ضرورة الرجوع والاستعانة بكتب المحاسبة المالية وذلك بالنسبة للذين لا يتوافر لديهم الإطلاع الكافي على نظام مسك الدفاتر التجارية وإدارة الحسابات.

الجدول 1–9: بيان التغيرات في حقوق الملكية للشركة X

البنود (المبالغ بآلاف الليرات)	أسهم رأس المال	تحوطات التدفق النقدي	التعديلات المتراكمة في ترجمة العمليات الأجنبية	أرباح محتجزة	حقوق المساهمين	حصص الأقلية	إجمالي حقوق الملكية
1/1، السنة 8	**40,863**	**312**	**(6,345)**	**99,282**	**134,112**	**940**	**135,052**
دخل شامل آخر للفترة		(2,669)	8,469	(3,085)	2,715	233	2,948
صافي الدخل للفترة				11,273	11,273	394	11,667
إجمالي الدخل الشامل للفترة		(2,669)	8,469	8,188	13,988	627	14,615
معاملات مع المالكين	100			(7,377)	(7,277)	(306)	(7,583)
12/31	**40,963**	**(2,357)**	**2,124**	**100,093**	**140,823**	**1,261**	**142,084**

خامساً_ تسجيل المعاملات وإعداد القوائم المالية:

إن القوائم المالية (بيان الدخل، الميزانية، بيان التدفق النقدي، بيان التغيرات في حقوق الملكية) تبنى بالاعتماد على معاملات المنشأة (الأحداث الاقتصادية) خلال فترة من الزمن. في بعض الشركات قد يكون عدد المعاملات قليلاً، بينما بالنسبة للشركات الكبيرة المتناثرة حول العالم يمكن أن ترتكز بياناتها المالية على ملايين الأحداث الاقتصادية.

كافة المعاملات تسجل وفقاً لنظام القيد المزدوج الذي قدمه المؤلف الايطالي لوقا باتشيليو في عام 1494. وهذا النظام يعتمد على مبدأ الثنائية الذي يعني بأن لكل حدث اقتصادي مسجل جانبان متكافئان أو متوازنان. فكل معاملة مسجلة تتألف على الأقل من طرفين أحدهما مدين والآخر دائن، كما أن المبلغ الإجمالي للطرف المدين يجب أن يتساوى مع المبلغ الإجمالي للطرف الدائن وذلك بالنسبة لكل معاملة.

غالباً ما تتطلب عملية تحليل القوائم المالية إجراء تعديلات على تلك القوائم وذلك لترتيبها وجعل البيانات المحاسبية قابلة للمقارنة عبر الزمن من جهة، ومع الشركات الزميلة من جهة أخرى. ولكي يتمكن المحلل من إجراء تلك التعديلات، فإنه يحتاج إلى معرفة أساسية بنظام القيد المزدوج.

في هذا القسم سوف نقدم وصفاً للقواعد المستخدمة في تسجيل المعاملات وإيضاحاً لكيفية نقل تأثيراتها إلى القوائم المالية المختلفة. بالإضافة إلى ذلك، سوف نقدم مثالاً بسيطاً نظهر من خلاله الارتباط بين المعاملات التجارية من جهة والقوائم المالية من جهة أخرى.

تسجيل المعاملات

يمكن توضيح القواعد العامة لتسجيل المعاملات وفقاً لنظام القيد المزدوج باستخدام ما يسمى "T–accounts" (حيث أن الحساب يأخذ شكل الحرف T). كل حساب يتألف من ثلاثة عناصر رئيسية:

- اسم الحساب.
- الجانب المدين (الجانب الأيمن).
- الجانب الدائن (الجانب الأيسر).

اسم الحساب

الجانب المدين	الجانب الدائن
الجانب الأيمن	الجانب الأيسر

بالنسبة للميزانية، فإن الجانب الأيمن يمثل الموارد أو أصول الشركة، بينما الجانب الأيسر يمثل مصادر تمويل تلك الأصول سواء من المالكين أو من جهات أخرى مثل المصارف. بالمقابل، فإن بيان الدخل يظهر الإيرادات في الجانب الأيسر (الدائن) حيث تمثل زيادة في حقوق الملاك. أما البنود الظاهرة في الجهة اليمنى (المدين) فهي المصروفات التي تمثل انخفاض في حقوق الملاك.

فيما يلي أمثلة بسيطة توضح كيفية تسجيل المعاملات:

المعاملة 1: الشركة تتكبد مصروفات تأمين، والدفع على الحساب.

مصروف

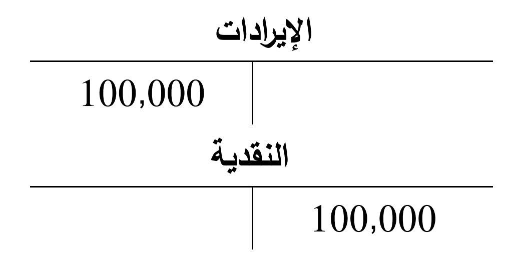
20,000	

حسابات مستحقة الدفع

	20,000

تسجل الشركة زيادة في المصروفات (20,000) ليرة (حساب مصروف التأمين – مدين)، كما تسجل بالمقابل زيادة في المبلغ المستحق للموردين (حسابات مستحقة الدفع – دائن) بمقدار (20,000) ليرة.

المعاملة 2: الشركة تبيع منتجاتها، والزبون يدفع نقداً.



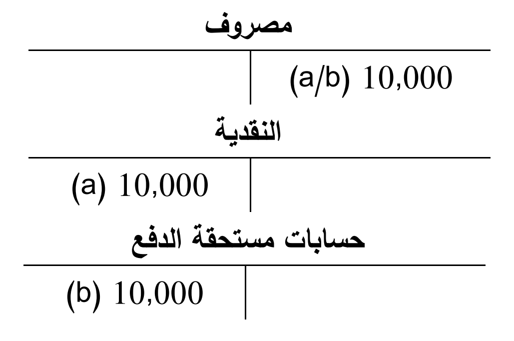
تسجل الشركة إيرادات بمبلغ (100,000) ليرة (حساب الإيرادات _ دائن)، كما تسجل بالمقابل زيادة في رصيد النقدية بمبلغ (100,000) ليرة (حساب النقدية _ مدين).

توضيح القواعد العامة

من خلال الأمثلة التالية سوف نسلط الضوء على كيفية ترجمة أو نقل التأثيرات المترتبة عن المعاملات إلى بيان الدخل والميزانية على التوالي.

1) تسجيل مصروفات أو أصول:

- إذا افترضنا بأن الشركة تستأجر مكتباً بمبلغ (10,000) ل.س، وتدفع الإيجار نقداً (a) أو على الحساب (b). فإن تسجيل المعاملات يكون كالآتي:



نلاحظ بأن الإيجار سواء دفع نقداً (a) أو لم يدفع (b)، فإن الشركة تعترف بمصروف الإيجار والبالغ (10,000) ل.س كمعاملة مدينة. أما المعاملة الدائنة المقابلة فهي إما (a) وذلك بالسحب من حساب النقدية مما يؤدي إلى تخفيض حساب أصل، أو (b) وذلك بزيادة المبالغ المستحقة للموردين مما يؤدي إلى زيادة في حساب التزام. بناءً عليه، فإن المصروف متبوع بانخفاض في الأصول أو زيادة في الالتزامات. وفي كلتا الحالتين السابقتين فإن حقوق الملكية (صافي الأصول) سوف تنخفض بمبلغ (10,000) ل.س. وفي الحقيقة، فإن معظم الناس قد يواجهون ذلك في حياتهم الشخصية. على سبيل المثال، إذا أردت أن تسدد إيجار منزلك، فإما رصيد النقدية المتوافر لديك سوف ينخفض أو ستصبح مديناً للمصرف. وفي كل الأحوال فإن ثروتك المالية سوف تنخفض.

- والآن إذا افترضنا بأن الشركة تشتري بضاعة، فهي ربما تدفع نقداً (a) أو على الحساب (b). افترض بأن الشركة اشترت بضاعة بمبلغ (40,000) ل.س، فإن عملية التسجيل ستكون كالآتي:

المخزون

(a/b) 40,000	

النقدية

	(a) 40,000

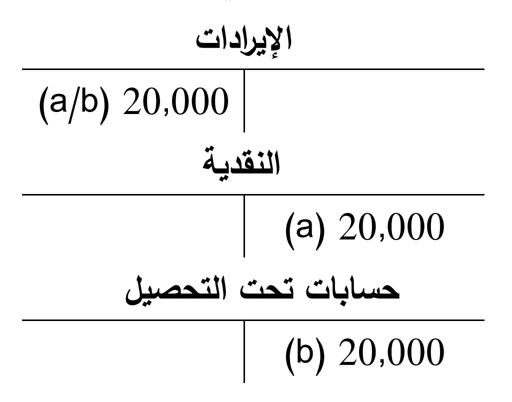
حسابات مستحقة الدفع

	(b) 40,000

بالتالي، فإن المخزون سوف يزداد مما يعني زيادة في حساب أصل. لكن بالمقابل، فإن المعاملة الدائنة إما (a) وذلك بالسحب من حساب النقدية مما يؤدي إلى تخفيض حساب أصل أو (b) وذلك بزيادة المبالغ المستحقة للدائنين مما يؤدي إلى زيادة في حساب التزام.

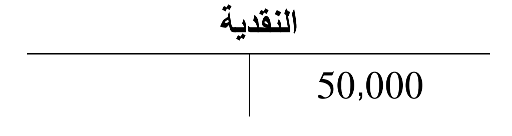
2) تسجيل دخل أو التزامات أو حقوق ملكية:

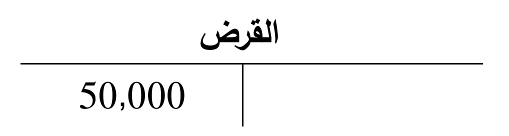
- افترض بأن شركة تبيع أحد زبائنها بضاعة بمبلغ (20,000) ل.س، وهذا الزبون إما أن يدفع نقداً (a) أو يشتري على الحساب (b). بالتالي فإن عملية التسجيل ستكون كالآتي:



إن الشركة تعترف بالإيراد البالغ (20,000) ل.س سواء دفع الزبائن نقداً (a) أو اشتروا على الحساب (b). وإن الاعتراف بالإيراد يعبر عن المعاملة الدائنة، أما المعاملة المدينة فهي أما (a) المتمثلة بقبض النقدية من الزبون مما يؤدي إلى زيادة في حساب أصل، أو (b) المتمثلة بزيادة المبالغ المستحقة على الزبون مما يؤدي أيضاً إلى زيادة في حساب أصل. لذلك يجب أن يكون من الواضح أن الدخل متبوع بزيادة في الأصول.

- إذا افترضنا بأن الشركة قد اقترضت (50,000) ل.س لحاجتها للسيولة، فإن المعاملة ستسجل على الشكل التالي:





في هذه الحالة تزداد النقدية بمبلغ (50,000) ل.س وتعتبر المعاملة المدينة، لكن بالمقابل فإن المعاملة الدائنة تتمثل بزيادة الالتزامات بمبلغ (50,000) ل.س الذي يمثل المبالغ المقترضة من قبل الشركة. بالتالي فإن صافي الأصول يساوي الصفر (50,000 − 50,000). أما حقوق الملكية فتبقى على حالها دون تغيير. كما لابد من الإشارة إلى أن هذه معاملة لا تؤثر على بيان الدخل، أي لا تؤثر على نتيجة الأعمال من ربح أو خسارة.

- أخيراً، إذا افترضنا بأن المستثمرين قد دفعوا (100,000) ل.س مقابل الاكتتاب في الأسهم الإضافية المصدرة، فإن المعاملة ستسجل كالآتي:

النقدية

	100,000

أسهم رأس المال

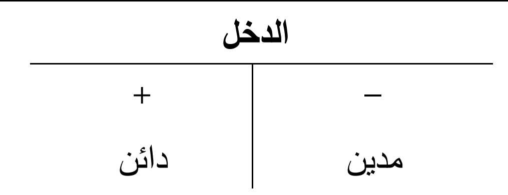
100,000	

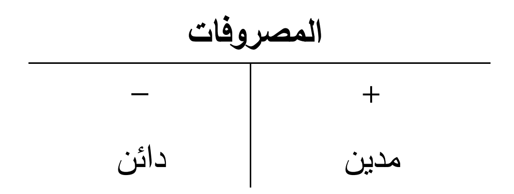
في هذه الحالة تزداد النقدية بمبلغ (100,000) ل.س وتعتبر المعاملة المدينة، بينما يزداد رأس المال بنفس المبلغ ويعتبر المعاملة الدائنة. بالتالي فإن أصول الشركة تزداد بمبلغ (100,000) ل.س، وتزداد حقوق الملكية بنفس المبلغ.

الخلاصة:

بالاعتماد على ما سبق، فإن قواعد تسجيل المعاملات البسيطة باستخدام ما يسمى "T–account" تتلخص بالآتي:

بيان الدخل





الميزانية

الأصول

+	–
مدين	دائن

الالتزامات وحقوق الملكية

–	+
مدين	دائن

بناءً عليه، تعتبر الزيادة في المصروفات والأصول إدخالات مدينة، بينما الزيادة في الدخل والالتزامات وحقوق الملكية تعتبر إدخالات دائنة. أما في حال النقصان في المصروفات والأصول فنحن أمام إدخالات دائنة، في حين تكون الإدخالات مدينة في حال النقصان في الدخل والالتزامات وحقوق الملكية. ويمكن تلخيص ما سبق كالآتي:

البنود المحاسبية	عندما تزداد	عندما تنقص
الإيرادات (أو الدخل)	دائن	مدين
المصروفات	مدين	دائن
الأصول	مدين	دائن
الالتزامات وحقوق الملكية	دائن	مدين

تحليل المعاملات

لقد ناقشنا في القسم السابق القواعد العامة التي تحكم تسجيل المعاملات. في هذا القسم سوف نعرض عدداً من المعاملات التي تقع أو تحدث في مختلف الشركات، حيث سنوضح كيفية تسجيل هذه المعاملات، وكيفية إعداد القوائم المالية بالاعتماد على تلك المعاملات. بالإضافة إلى توضيح العلاقة بين القوائم المالية المختلفة (بيان الدخل – الميزانية – بيان حقوق الملكية – بيان التدفق النقدي). حيث أن هذه القوائم يجب أن ترتبط دائماً بأسلوب محدد كما هو موضح في المثال 1–1. فعلى سبيل المثال، حقوق الملكية في بداية الفترة مضافاً إليها الدخل الشامل ومطروحاً منها التوزيعات يجب أن تساوي حقوق الملكية في نهاية الفترة.

مثال 1–1: من المعاملات إلى القوائم المالية

بدأ عدد من المستثمرين عملهم التجاري في قطاع التجزئة في الأول من شهر كانون الثاني، السنة1. وقد أطلقوا على شركتهم اسم: شركة الشرق. دفع المستثمرون قيمة أسهم رأس المال البالغة (365) مليون ليرة، بالإضافة إلى اقتراض مبلغ (100) مليون ليرة من المصرف، وبالتالي يصبح رأس المال المستثمر (465) مليون ليرة. يتكون القرض المصرفي من حساب جاري (سحب على المكشوف). وقد استخدم رأس المال في شراء الأصول التالية:

- مستودعات لتخزين البضاعة: (200) مليون ليرة.
- معدات: (50) مليون ليرة.
- بضاعة: (200) مليون ليرة.
- نقدية: (5) مليون ليرة.
- إيداعات نقدية في المصرف: (10) مليون ليرة.

بناءً عليه، تكون الميزانية الافتتاحية كما يلي:

الميزانية الافتتاحية في 1/1

البنود	المبلغ (مليون ليرة)
الأصول	
المستودعات	200
المعدات	50
بضاعة	200
النقدية ومعادلات النقدية	15
إجمالي الأصول	**465**
الالتزامات وحقوق المساهمين	
حقوق الملكية	365
القرض المصرفي	100
إجمالي الالتزامات وحقوق المساهمين	**465**

وفيما يلي ملخص للمعاملات التي وقعت خلال السنة الأولى في شركة الشرق:

رقم المعاملة	المعاملات	المبلغ (مليون ليرة)
1	المبيعات النقدية	80
2	المبيعات الآجلة	120
3	رواتب الموظفين مدفوعة عن طريق زيادة القرض المصرفي	10
4	مصروفات إعلان وترويج مدفوعة نقداً	6
5	مصروفات منافع عامة مدفوعة نقداً	2
6	مصروفات صيانة مدفوعة نقداً	4

7	مصروفات التأمين مدفوعة عن طريق زيادة القرض	1
8	مصروفات تشغيلية أخرى مدفوعة نقداً	3
9	شراء معدات على الحساب	50
10	شراء بضاعة (130 عن طريق زيادة القرض، 170 على الحساب)	300
11	دخل الفوائد	5
12	فوائد مدينة مدفوعة عن طريق زيادة القرض	15
13	دفعات من قبل الزبائن مستخدمة في تخفيض القرض	6
14	دفعات للموردين عن طريق زيادة القرض	50
	قيود التسوية والإقفال في نهاية السنة	
15	البضاعة في نهاية السنة	450
16	الاستهلاك (4 مستودعات، 10 معدات)	14
17	الضريبة	30

لابد من الإشارة إلى أن كل معاملة من المعاملات السابقة تساوي مجموع كافة المعاملات المماثلة لها. على سبيل المثال، فإن شركة الشرق قد كان لديها عدد ضخم من معاملات البيع النقدي، لكن إجمالي تلك المعاملات بلغ (80) مليون ليرة.

وفيما يلي شرحاً لكيفية تسجيل المعاملات السابقة:

1) المبيعات النقدية:

تسجيل المعاملة1	**مدين**	**دائن**
إيراد البيع (بيان الدخل، زيادة في الدخل)		80
النقدية (الميزانية، زيادة في الأصول)	80	

تشكل معاملات البيع الدخل الرئيس للشركات. وكما هو مبين أعلاه فإن الزيادة في الإيرادات قد سجلت في الطرف الدائن. وطالما أن الزبائن قد دفعوا نقداً قيمة مشترياتهم، فإن رصيد النقدية قد ازداد، وسجلت الزيادة في الأصول (النقدية) في الطرف المدين.

2) المبيعات الآجلة:

تسجيل المعاملة2	مدين	دائن
إيراد البيع (بيان الدخل، زيادة في الدخل)		120
حسابات تحت التحصيل (الميزانية، زيادة في الأصول)	120	

على الرغم من أن الزبائن قد اشتروا على الحساب، إلا أن الشركة تعترف بمبلغ (120) مليون ليرة كإيراد. وهذا يسلط الضوء على أن البيانات المالية (في هذه الحالة بيان الدخل) تختلف عن بيانات التدفق النقدي. لذلك يجب أن يعترف بالإيرادات والمصروفات عند استحقاقها ضمن بيان الدخل حتى ولو كانت الإيرادات غير مقبوضة والمصروفات غير مسددة. وطالما أن الزبائن قد اشتروا على الحساب، فإن رصيد الحسابات تحت التحصيل قد ازداد، وسجلت الزيادة في الأصول (الحسابات تحت التحصيل) في الطرف المدين.

3) رواتب الموظفين مدفوعة عن طريق زيادة القرض المصرفي:

تسجيل المعاملة3	مدين	دائن
مصروفات الموظفين (بيان الدخل، زيادة في المصروفات)	10	
القروض المصرفية (الميزانية، زيادة في الالتزامات)		10

إن رواتب وأجور الموظفين تستحق شهرياً، بالتالي فإن المعاملة رقم (3) تتكون من (12) معاملة فرعية خلال السنة بمبلغ (0.83) مليون ليرة لكل معاملة تقريباً. تمثل هذه المعاملة زيادة في المصروفات (مصروفات الموظفين) وقد سجلت في الطرف المدين، وزيادة مقابلة لها بالالتزامات (القروض المصرفية) وقد سجلت في الطرف الدائن.

4) مصروفات إعلان وترويج مدفوعة نقداً:

تسجيل المعاملة4	مدين	دائن
مصروفات الإعلان (بيان الدخل، زيادة في المصروفات)	6	
النقدية (الميزانية، انخفاض في الأصول)		6

يعتبر الإعلان والترويج ضمن المصروفات. وقد أدت هذه المعاملة إلى زيادة في المصروفات (مصروفات الإعلان) وقد سجلت في الطرف المدين، وبالمقابل انخفضت الأصول (النقدية) وقد سجلت في الطرف الدائن.

5) مصروفات المنافع العامة والصيانة والتأمين والمصروفات التشغيلية الأخرى:

تسجيل المعاملات (من 5 إلى 8)	مدين	دائن
مصروفات المنافع العامة (بيان الدخل، زيادة في المصروفات)	2	
النقدية (الميزانية، انخفاض في الأصول)		2
مصروفات الصيانة (بيان الدخل، زيادة في المصروفات)	4	
النقدية (الميزانية، انخفاض في الأصول)		4
مصروفات التأمين (بيان الدخل، زيادة في المصروفات)	1	
القروض المصرفية (الميزانية، زيادة في الالتزامات)		1

مصروفات تشغيلية أخرى (بيان الدخل، زيادة في المصروفات)	3	
النقدية (الميزانية، انخفاض في الأصول)		3

إن المنافع العامة والصيانة والتأمين والمصروفات التشغيلية الأخرى تشكل أربع المعاملات (من المعاملة 5 إلى المعاملة 8). هذه المعاملات تمثل زيادة في المصروفات وقد سجلت في الطرف المدين. أما الطرف الدائن فإنه يتوقف على كيفية تسديد تلك المصروفات.

6) شراء معدات على الحساب:

تسجيل المعاملة9	**مدين**	**دائن**
معدات (الميزانية، زيادة في الأصول)	50	
حسابات مستحقة الدفع (الميزانية، زيادة في الالتزامات)		50

معاملة شراء معدات تعكس تأثيرين على الميزانية. الأول يتمثل بزيادة المعدات، لكن بنفس الوقت يجب أن تعترف شركة الشرق بالتزام طالما أنها لم تدفع حتى الآن قيمة تلك المعدات.

بما أن الأصول والالتزامات ازدادت بنفس المبلغ، فإن حقوق الملكية لا تتغير (حقوق الملكية = الأصول – الالتزامات).

7) شراء بضاعة (130 عن طريق زيادة القرض المصرفي، 170 على الحساب):

تسجيل المعاملة10	**مدين**	**دائن**
المخزون (الميزانية، زيادة في الأصول)	300	
حسابات مستحقة الدفع (الميزانية، زيادة في الالتزامات)		170
القروض المصرفية (الميزانية، زيادة في الالتزامات)		130

شراء البضاعة في هذه الحالة الخاصة يتطلب ثلاثة إدخالات. الأولى تتمثل بزيادة المخزون بمبلغ (300) مليون ليرة. ويتوازن هذا الإدخال عن طريق مقابلته بزيادة في الحسابات مستحقة الدفع (170) مليون ليرة وبزيادة الاقتراض بمبلغ (130) مليون ليرة. أي أن الشركة تعترف بزيادة في الأصول يقابلها زيادة بالتزامين وبنفس المبلغ، وبالتالي لا تتغير حقوق الملكية. لاحظ بأن بيان الدخل غير متأثر بهذه المعاملة، حيث يبقى كذلك حتى يتم بيع البضاعة أو استبعادها نتيجة التقادم مثلاً.

8) دخل الفوائد:

تسجيل المعاملة11	**مدين**	**دائن**
فوائد مقبوضة (بيان الدخل، زيادة في الدخل المالي)		5
النقدية (الميزانية، زيادة في الأصول)	5	

تكسب شركة الشرق فوائد على إيداعاتها في المصرف (وعلى الأوراق المالية مثل السندات). يعترف بدخل الفوائد كدخل مالي، حيث أن الفوائد المقبوضة لا تنشئ عن الأنشطة العادية أو التجارة الرئيسية التي تمارسها شركة الشرق (بيع منتجات متنوعة)، وبالتالي يجب أن لا يعترف بهذه الفوائد كإيراد.

9) فوائد مدينة مدفوعة عن طريق زيادة القرض المصرفي:

تسجيل المعاملة12	**مدين**	**دائن**
فوائد مدفوعة (بيان الدخل، زيادة في المصروفات المالية)	15	
القروض المصرفية (الميزانية، زيادة في الالتزامات)		15

مصروفات الفوائد معترف بها كمصروفات مالية، فالفوائد المدفوعة تماماً مثل الفوائد المقبوضة من حيث عدم ارتباطها بالأنشطة العادية لشركة الشرق.

10) دفعات من قبل الزبائن مستخدمة في تخفيض القرض المصرفي:

تسجيل المعاملة13	مدين	دائن
القروض المصرفية (الميزانية، انخفاض في الالتزامات)	6	
حسابات تحت التحصيل (الميزانية، انخفاض في الأصول)		6

بعض الزبائن قد لا يدفعون قيمة مشترياتهم عند التسليم على أن يتم الاتفاق على التسديد لاحقاً. في هذه المعاملة سدد الزبائن عن طريق التحويل المصرفي مما أدى إلى تخفيض رصيد القرض المصرفي لشركة الشرق وبنفس الوقت انخفض رصيد الحسابات تحت التحصيل أي أن الزبائن قد أصبحوا مدينين بمبلغ أقل لشركة الشرق.

11) دفعات للموردين عن طريق زيادة القرض المصرفي:

تسجيل المعاملة14	مدين	دائن
حسابات مستحقة الدفع (الميزانية، انخفاض في الالتزامات)	50	
القرض المصرفي (الميزانية، زيادة في الالتزامات)		50

في هذه المعاملة انخفض الرصيد المستحق على شركة الشرق اتجاه مورديها أي انخفضت الالتزامات وذلك بانخفاض الحسابات مستحقة الدفع. لكن بالمقابل فقد تم التسديد للموردين باستخدام الحساب المصرفي مما أدى إلى زيادة الرصيد المستحق على الشركة اتجاه المصرف، أي أن الالتزامات قد ازدادت وذلك بزيادة الحساب أو القرض المصرفي. وبنتيجة هذه المعاملة، فإن حقوق الملكية لا تتغير وذلك بسبب انخفاض الالتزامات وزيادتها بنفس المبلغ.

معاملات التسوية

في نهاية كل فترة محاسبية، هناك عدد من قيود التسوية والإقفال الواجب إثباتها. أي أنه قبل البدء بإعداد البيانات المالية، فإننا نحتاج إلى تسجيل بعض القيود النهائية.

أولاً، تحتاج شركة الشرق إلى حساب تكلفة البضاعة المباعة. أي لابد من تحديد تكلفة البضاعة التي أخرجت من مخازن الشركة وبيعت للزبائن. وفي سبيل ذلك تقوم الشركة بجرد عددي للمخزون الموجود بالمستودعات في نهاية الفترة. بعد الجرد العددي يتم تقييم المخزون بالتكلفة، فإذا كانت الشركة تمتلك (4) قطع بسعر (10) ليرات لكل قطعة، كما تمتلك (12) قطعة بسعر (5) ليرات لكل قطعة، بالتالي فإن القيمة الدفترية للمخزون تبلغ (100) ليرة (4 * 10 + 12 * 5 = 100).

تحسب تكلفة البضاعة المباعة كالآتي:

مخزون بداية الفترة 1/1	200 مليون ليرة
+ المشتريات من البضاعة خلال الفترة	300
= المخزون المتاح للبيع	500
_ مخزون نهاية الفترة 12/31	(450)
= تكلفة البضاعة المباعة COGS	50

تكلفة البضاعة المباعة هي عبارة عن تكاليف مرتبطة بمبيعات منتجات شركة الشرق. وهذه التكلفة تمثل مصروفاً ضمن بيان الدخل، ويقابل ذلك انخفاض في المخزون.

12) البضاعة في نهاية السنة:

تسجيل المعاملة15	**مدين**	**دائن**
تكلفة البضاعة المباعة (بيان الدخل، زيادة في المصروفات)	50	
المخزون (الميزانية، انخفاض في الأصول)		50

ثانياً، إن الأصول الملموسة يجب أن تخضع للاستهلاك. حيث أن المستودعات والآلات والمعدات والسيارات وغيرها من الأصول الملموسة معرضة للإهتراء والتلف. في نهاية الأمر فإن هذه الأصول سوف تتآكل أو تتقادم تكنولوجياً، لذلك لابد من استهلاكها. إن المستودعات وغيرها من الممتلكات تتميز بطول عمرها الإنتاجي إذا ما قورنت مع الآلات والمعدات التي يكون عمرها الإنتاجي أقصر بكثير.

13) استهلاك المستودعات والمعدات:

تسجيل المعاملة16	**مدين**	**دائن**
استهلاك المستودعات (بيان الدخل، زيادة في المصروفات)	4	
المستودعات (الميزانية، انخفاض في الأصول)		4
استهلاك المعدات (بيان الدخل، زيادة في المصروفات)	10	
المعدات (الميزانية، انخفاض في الأصول)		10

يصل عمر المستودعات حسب تقديرات الشركة إلى (50) سنة، والعمر الإنتاجي للمعدات (10) سنوات بالمتوسط. كما أنها تتبع طريقة القسط الثابت في احتساب الاستهلاك. وبالتالي يحسب الاستهلاك كالآتي:

مصروف الاستهلاك السنوي = القيمة الدفترية المبدئية / العمر الإنتاجي (سنوات)

المستودعات: 200 / 50 = 4

المعدات: (50 + 50) / 10 = 10

بلغت المعدات في بداية الفترة (50) مليون ليرة. وخلال الفترة اشترت الشركة معدات بقيمة (50) مليون ليرة، وبالتالي أصبحت التكلفة الإجمالية للمعدات (100) مليون ليرة. عملياً، فإن الأصول المشتراة خلال السنة تستهلك بشكل متناسب. على سبيل المثال، لو كانت المعدات مشتراة في منتصف السنة، لكان مصروف الاستهلاك: (50 / 10 * 0.5) = (2.5) في السنة الأولى، بينما سيكون (50 / 10) = (5) في السنوات التالية. علماً بأن المثال السابق يفترض بأن الأصول لا تمتلك قيمة تخريدية Salvage value.

ثالثاً، يتوجب على شركة الشرق دفع ضريبة على الدخل. وهنا لابد من الإشارة إلى أن الدخل الخاضع للضريبة يختلف عن الدخل المحاسبي المعلن عنه في التقرير السنوي. كما أنه لا يمكن حساب الضريبة المستحقة حتى يتم انجاز التقرير السنوي. ومن أجل التبسيط، افترض بأن الأرباح المحاسبية المعلن عنها من قبل شركة الشرق تتساوى مع دخلها الخاضع للضريبة. وهذا يعني عدم وجود ضرائب مؤجلة. وبافتراض أن معدل الضريبة 30%، فإن مصروف الضريبة يصبح كالآتي:

الضريبة = الأرباح قبل الضريبة * معدل الضريبة

الضريبة = 100 * 30% = 30 مليون ليرة.

14) الضريبة:

تسجيل المعاملة 17	مدين	دائن
ضريبة الدخل (بيان الدخل، زيادة في المصروفات)	30	
الضريبة المستحقة (الميزانية، زيادة في الالتزامات)		30

كما هو موضح أعلاه، فإن الضريبة مصروف مثل أي مصروف آخر. وبما أن الضريبة لم تدفع بعد، فإنها تصبح التزام. والشركة يجب أن تدفع مبلغ الضريبة المستحق، مما يؤدي إلى تخفيض الضريبة المستحقة وفقاً للمبالغ المسددة.

إن المثال التوضيحي السابق يتضمن (17) معاملة، لكن في الحقيقة فإن المعاملات الفعلية أكثر بكثير. فعلى سبيل المثال، يستلم الموظفون رواتبهم (12) مرة سنوياً على الأقل، مما يعني بأن المعاملة رقم (3) الواردة ضمن المثال التوضيحي السابق تتألف فعلياً من (12) معاملة فرعية على الأقل. لكن ما يجب التأكيد عليه يتمثل بأن مبادئ التسجيل المحاسبي تبقى نفسها بغض النظر عن حجم الشركة أو عدد المعاملات.

اعتماداً على المعاملات، يقوم المحاسبون بإعداد القوائم المالية. لذلك سوف نوضح فيما يلي تلك القوائم وبشكل مقتضب.

القوائم المالية

بعدما تم تسجيل المعاملات في المثال السابق، يقوم المحاسبون بنقل تأثيراتها إلى القوائم المالية المعروضة أدناه. وبجانب كل بند من بنود القوائم المالية قمنا بإدراج رقم أو أرقام المعاملات المرتبطة بذلك البند. حيث يساعد ذلك في إدراك وفهم الارتباط بين المعاملات وبنود القوائم المالية.

بيان الدخل المكثف Condensed income statement

البنود المحاسبية (المبالغ بملايين الليرات)	الإجمالي	المعاملات
الإيرادات الصافية	200	1، 2
تكلفة البضاعة المباعة	(50)	15
مجمل الربح	**150**	
المصروفات التشغيلية (باستثناء الاستهلاك والإطفاء)	(26)	3، 4، 5، 6، 7، 8

الأرباح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء (EBITDA)	**124**	
الاستهلاك	(14)	16
الأرباح قبل الفائدة والضريبة (EBIT)	**110**	
الدخل المالي	5	11
المصروفات المالية	(15)	12
الأرباح قبل الضريبة (EBT)	**100**	
الضريبة	(30)	17
الأرباح الصافية	**70**	

الميزانية العمومية المكثفة Condensed balance sheet

الأصول	**1/1**	**مدين**	**دائن**	**12/31**	**المعاملات**
المستودعات	200	0	4	196	16
المعدات	50	50	10	90	9، 16
المخزون	200	300	50	450	10، 15
حسابات تحت التحصيل	0	120	6	114	2، 13
النقدية ومعادلات النقدية	15	85	15	85	1، 4، 5، 6، 8، 11
إجمالي الأصول	**465**	**555**	**85**	**935**	
حقوق الملكية	**365**		**70**	**435**	
الضريبة المستحقة	0		30	30	17
حسابات مستحقة الدفع	0	50	220	170	9، 10، 14
القرض المصرفي	100	6	206	300	3، 7، 10، 12،

					14 ،13
إجمالي الالتزامات	**100**	**56**	**456**	**500**	
إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية	**465**	**56**	**526**	**935**	

بيان التدفق النقدي المكثف Condensed cash flow statement

التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية	**الإجمالي (مليون ليرة)**
الإيرادات الصافية	70
استهلاك الأصول غير الملموسة (الملاحظة1)	14
الحركات على رأس المال العامل (الملاحظة2)	
(الزيادة) / النقصان في الحسابات تحت التحصيل	(114)
(الزيادة) / النقصان في المخزون	(250)
الزيادة / (النقصان) في الحسابات مستحقة الدفع	160
الزيادة / (النقصان) في المستحقات الضريبية	30
صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية (A)	**(80)**
التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية	
شراء المعدات (B)	(50)
التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية	
عائد من الاقتراض (C)	200
صافي الزيادة في النقدية والمعادلات النقدية (A + B + C)	70
النقدية والمعادلات النقدية في بداية الفترة	15
النقدية والمعادلات النقدية في نهاية الفترة	**85**

الملاحظة1:

الاستهلاك والإطفاء وانخفاض قيمة الأصول تضاف إلى الأرباح الصافية، حيث أن هذه المصروفات قد اقتطعت من الأرباح لكن لم ينجم عنها تدفق نقدي (مصروفات غير نقدية).

الملاحظة2:

لكي نحسب التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، يجب أن نأخذ بعين الاعتبار التغيرات في صافي رأس المال العامل. حيث أن الزيادة في الأصول (مثل المخزون والحسابات تحت التحصيل) تؤثر سلباً على التدفقات النقدية. كذلك فإن النقصان في الالتزامات (مثل الحسابات مستحقة الدفع) تؤثر سلباً على التدفق النقدي.

على سبيل المثال، فإن المخزون في المثال السابق قد ازداد من (200) في بداية الفترة إلى (450) في نهاية الفترة. إن الفرق (الزيادة في الأصل) البالغ (250) يؤدي إلى تخفيض التدفقات النقدي بنفس المبلغ.

إن القوائم المالية المختلفة كما هي موضحة أعلاه يجب أن ترتبط فيما بينها بأسلوب محدد. ولتوضيح ذلك، يمكن العودة إلى المثال السابق:

حقوق الملكية في بداية الفترة	365
+ الأرباح الصافية	70
= حقوق الملكية في نهاية الفترة	**435**
إجمالي الأصول في نهاية الفترة	935
_ إجمالي الالتزامات في نهاية الفترة	500
= حقوق الملكية في نهاية الفترة	**435**

كما نلاحظ أعلاه، فإن قيمة حقوق الملكية المحسوبة وفقاً للأسلوب الأول تتساوى مع قيمتها المحسوبة وفقاً لأسلوب الثاني. كذلك فإن النقدية ومعادلات النقدية في

نهاية الفترة يجب أن تتساوى مع النقدية في بداية الفترة مضافاً إليها كافة التدفقات النقدية خلال الفترة والناجمة عن الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية:

النقدية ومعادلات النقدية في بداية الفترة	**15**
+ / − التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية	(80)
+ / − التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية	(50)
+ / − التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية	200
النقدية ومعادلات النقدية في نهاية الفترة	**85**

لابد من الإشارة إلى أنه عند تحليل القوائم المالية سواء لاتخاذ قرارات استثمارية أو ائتمانية، غالباً ما يحتاج المحلل إلى إعداد القوائم المالية التقديرية. لذلك يجب التأكد من أن عرض القوائم التقديرية يتفق مع ما ورد في هذا الفصل.

أسئلة الفصل الأول

1) ما هي طرق عرض بيان الدخل المسموح بها من قبل مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB؟
2) ما هي العناصر الرئيسية التي يتكون منها بيان الدخل؟
3) ما هو الفرق بين الأصول المتداولة وغير المتداولة؟
4) ما هو الفرق بين الالتزامات المتداولة وغير المتداولة؟
5) ما هي الفئات الرئيسية الثلاث التي يتكون منها بيان التدفق النقدي؟
6) لماذا يتوجب على المحلل إتقان كيفية إدارة الحسابات؟
7) إذا استلمت شركة شام دفعة من أحد زبائنها، فإن مبلغ الدفعة يسجل في الطرف الدائن لحساب الزبون مقابل مديونية حساب المصرف، صح أو خطأ؟
8) اضرب مثالاً عن معاملة تجارية، وذلك بالنسبة لكل حالة من الحالات التالية:
   - زيادة في أصل وانخفاض في أصل آخر.
   - انخفاض في أصل وانخفاض في حقوق الملكية.
   - انخفاض في أصل وانخفاض في التزام.
   - زيادة في أصل وزيادة في حقوق الملكية.
   - زيادة في أصل وزيادة في التزام.
9) قابل المصطلحات المحاسبية في الجانب الأيمن مع تعريفها أو معناها في الجانب الأيسر:

المصطلحات المحاسبية	التعريف أو المعنى
1) المدين	a) تكلفة تشغيل الأعمال، انخفاض في حقوق المساهمين

2) المصروف	b) الإيرادات – المصروفات
3) الحسابات مستحقة الدفع	c) الجانب الأيمن من الحساب
4) الدخل الصافي	d) الأصول – الالتزامات
5) الحسابات تحت التحصيل	e) دائماً التزام
6) حقوق الملكية	f) دائماً أصل

10) نفذت شركة الحكيم لأحد عملائها خدمات بمبلغ (90,000) ليرة، واستلمت (10,000) ليرة، على أن يحصل المبلغ المتبقي في الأسبوع القادم. يتم تسجيل هذه العملية كالآتي:

a) حساب النقدية مدين، وحساب إيرادات الخدمات مدين، وحساب الذمم المدينة دائن.
b) حساب النقدية مدين، وحساب الذمم المدينة مدين، وحساب إيرادات الخدمات دائن.
c) حساب النقدية مدين، وحساب إيرادات الخدمات دائن.
d) حساب النقدية مدين، وحساب الذمم المدينة دائن، وحساب إيرادات الخدمات دائن.

11) إذا كان رصيد حساب النقدية في بداية الفترة (9,000) ل.س، وفي نهاية الفترة (11,000) ل.س، وإذا كانت المدفوعات النقدية خلال الفترة (25,000) ل.س، فإن المقبوضات النقدية:

a) 27,000 ل.س.
b) 45,000 ل.س.
c) 23,000 ل.س.

d) 5,000 ل.س.

12) تظهر الأصول ضمن:

a) بيان الدخل.

b) بيان التدفق النقدي.

c) الميزانية.

d) بيان التغيرات في حقوق الملكية.

13) تظهر الفوائد المدينة ضمن:

a) الإيرادات.

b) المصروفات.

c) الأصول.

d) الالتزامات.

14) حل المسألة التالية:

فيما يلي ميزانية 2015/1/1 لشركة شام للاستشارات المالية:

الميزانية الافتتاحية في 2015/1/1

البنود	المبلغ (بآلاف الليرات)
الأصول	
النقدية	**2,600**
حسابات تحت التحصيل	**450**
إجمالي الأصول	**3,050**
حقوق المساهمين والالتزامات	
رأس المال	**1,000**
أرباح محتجزة	**1,850**
حسابات مستحقة الدفع	**200**
إجمالي حقوق المساهمين والالتزامات	**3,050**

وخلال الشهر الأول من السنة، وقعت المعاملات التالية (المبالغ بآلاف الليرات):

- اقترضت شركة شام (4,500) ليرة من أحد المصارف.
- دفعت نقداً (4,000) ليرة لقاء شراء قطعة أرض.
- نفذت خدمات لزبائنها وقبضت نقداً (500) ليرة.
- نفذت خدمات أخرى لزبائنها بمبلغ (260) ليرة.
- دفعت مبلغ (120) ليرة لتسديد جزء من التزاماتها.
- دفعت المصروفات النقدية التالية: رواتب: (300) ليرة، إيجار: (150) ليرة، فوائد: (40) ليرة.
- استلمت من الزبائن مبلغ (310) ليرة.
- استلمت الشركة فواتير المنافع العامة والبالغة (20) ليرة، علماً بأنها تستحق في الشهر الثاني من السنة.
- صرحت ودفعت توزيعات أرباح على المساهمين بمبلغ (180) ليرة.

المطلوب:

1) تسجيل المعاملات السابقة.
2) إعداد بيان الدخل عن الفترة المنتهية في 2015/1/31.
3) إعداد الميزانية في 2015/1/31.

الفصل الثاني

مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق مقابل مقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي

Accrual-based versus cash flow-based performance measures

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- التمييز بين مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق ومقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي.
- شرح الاختلافات بين مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق ومقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي.
- مناقشة المحتوى المعلوماتي لمقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق ومقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي.
- إدراك وفهم الحالات التي يمكن معها استخدام المقاييس النقدية.

مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق مقابل مقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي

يساعد تحليل القوائم المالية في تحديد قدرة الشركة على خلق القيمة بالنسبة لحملة الأسهم. وفي هذا السياق، غالباً ما يثار الجدل حول مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق مثل الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT والأرباح الصافية. والجدل يدور حول ما إذا كانت تلك المقاييس تعطي توصيفاً جيداً للعمليات الأساسية في الشركة، وما إذا كان بالإمكان الاعتماد عليها للتنبؤ بالأداء المستقبلي. في الحقيقة، هناك العديد من الانتقادات الموجهة لمقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق، ويأتي في مقدمة تلك الانتقادات أنها مقاييس تاريخية التوجه وعرضة للتلاعب. لذلك، فإن أدبيات التمويل توصي بالتقييم اعتماداً على التدفقات النقدية أكثر من الاعتماد على مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق. حيث ينظر إلى التدفقات النقدية على أنها مخرجات ملموسة لا يمكن التلاعب بها. سوف نناقش في الأقسام التالية هذين النوعين من مقاييس الأداء ومدى ملائمة كل منهما كمقياس لخلق القيمة في الشركة.

ولا يزال الجدال قائماً ما بين مجلس معايير المحاسبة المالية FASB ومجلس معايير المحاسبة الدولية IASB، حول التدفقات النقدية ودورها في تعزيز قدرة مستخدميها على تقييم الجوانب التالية:

- التدفقات النقدية المستقبلية.
- السيولة (مخاطر السيولة على المدى القصير).
- الملاءة (مخاطر السيولة على المدى الطويل).
- المرونة المالية.

على الرغم من أن مجلس معايير المحاسبة المالية FASB كان من بين الجهات السباقة في تبني بيان التدفق النقدي كجزء مكمل للبيانات المالية، إلا أنه ما زال

يرى بأن بيان الدخل أفضل من بيان التدفق النقدي في قياس خلق القيمة (القدرة الإيرادية) للشركة.

لكن العديد من الباحثين والممارسين لا يتفق مع وجهة النظر السابقة. فخلال العقود القليلة الماضية تعالت الأصوات التي ركزت على التدفقات النقدية كأسلوب بديل لقياس القدرة الإيرادية للشركة، أي قدرتها على خلق القيمة خلال الفترة المالية. وإن معظم المؤيدين المتحمسين للمقياس النقدي يقترحون وجوب إحلال بيان التدفق النقدي محل القوائم المالية التقليدية (بيان الدخل والميزانية). حتى أن أدب الإدارة قد دافع عن التدفقات النقدية كأسلوب لقياس خلق القيمة. وبالنتيجة، هناك اختلاف بين الباحثين والممارسين حول مقياسي الأداء (مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق ومقاييس الأداء النقدية) وأيهما أفضل لقياس القدرة الايرادية للشركة.

أولاً_ الفرق بين مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق ومقاييس الأداء النقدية:

في القسم التالي، سوف نوضح الفرق بين مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق ومقاييس الأداء النقدية. وللمساعدة في إدراك الاختلاف المفاهيمي بين هذين المقياسين، سوف نأخذ المثال التالي الذي يتضمن (7) معاملات تمت خلال (3) فترات:

المعاملات	الفترة ف (−1)	الفترة ف	الفترة ف (1)
1		مشتريات: 1,000، مدفوعات للدائنين: 1,000، مبيعات: 2,600، مدفوعات من الزبائن: 2,600	
2	مشتريات: 100،	مدفوعات من الزبائن: 200	

	مدفوعات للدائنين: 100، مبيعات: 200		
3	مشتريات: 2,500، مدفوعات للدائنين: 2,500	مبيعات: 4,800، مدفوعات من الزبائن: 4,800	
4	مشتريات: 3,100	مدفوعات للدائنين: 3,100، مبيعات: 6,000، مدفوعات من الزبائن: 6,000	
5		مشتريات: 1,000، مدفوعات للدائنين: 1,000، مبيعات: 1,400	مدفوعات من الزبائن: 1,400
6		مشتريات: 3,000، مدفوعات للدائنين: 3,000	مبيعات: 5,700، مدفوعات من الزبائن: 5,700
7		مشتريات: 3,900	مدفوعات للدائنين: 3,900، مبيعات: 5,500، مدفوعات من الزبائن: 5,500

بالاعتماد على المثال السابق، سوف نقوم بقياس أداء الشركة في **الفترة ف** باستخدام مقياسي الأداء (أساس الاستحقاق، الأساس النقدي).

الأرباح المولدة في الفترة ف اعتماداً على أساس الاستحقاق:

الإيرادات (المعاملات 1-3-4-5)	2,600 + 4,800 + 6,000 + 1,400 = 14,800
تكلفة البضاعة المباعة (المعاملات 1-3-4-5)	1,000 + 2,500 + 3,100 + 1,000 = 7,600
الأرباح بالاعتماد على أساس الاستحقاق	**7,200 =**

التدفقات النقدية المولدة في الفترة ف:

التدفقات النقدية الداخلة (المعاملات 1-2-3-4)	2,600 + 200 + 4,800 + 6,000 = 13,600
التدفقات النقدية الخارجة (المعاملات 1-4-5-6)	1,000 + 3,100 + 1,000 + 3,000 = 8,100
التدفق النقدي خلال الفترة ف	**5,500 =**

نلاحظ من خلال المثال السابق، بأن الأرباح المحسوبة بالاعتماد على أساس الاستحقاق (7,200)، في حين بلغ صافي التدفق النقدي (5,500). إن المحاسبة على أساس الاستحقاق تقوم على مقابلة إيرادات المعاملة مع مصروفات تلك المعاملة، لكن هذا التقابل غير موجود في بيان التدفق النقدي. ويعود السبب في ذلك إلى أنه في نظام المحاسبة على أساس الاستحقاق، فإن المشتريات غير المستخدمة حتى نهاية الفترة يعترف بها كمخزون ضمن الميزانية. وبالتالي، فإن المخزون ما هو إلا المشتريات غير المستخدمة المنتظرة استخدامها (بيعها) حتى يعترف بها في بيان الدخل كتكلفة بضاعة مباعة. بينما

المحاسبة على الأساس النقدي، تعترف بالمشتريات في بيان التدفق النقدي عن الفترة التي يتم فيها دفع قيمة المشتريات.

وللتبسيط وتوضيح الفرق بين الأرباح على أساس الاستحقاق والبالغة (7,200) وصافي التدفق النقدي البالغ (5,500)، فقد قمنا بإعداد بيان التدفق النقدي التقليدي بالاعتماد على المعاملات السبع:

الأرباح على أساس الاستحقاق في الفترة ف			**7,200**
	أول الفترة	**آخر الفترة**	
المخزون	5,600	6,900	**(1,300)**
الحسابات القابلة للتحصيل	200	1,400	**(1,200)**
الحسابات المستحقة الدفع	3,100	3,900	**800**
التدفق النقدي خلال الفترة ف			**5,500**

في المثال أعلاه، نلاحظ بأن الفروقات بين الأرباح على أساس الاستحقاق والأرباح على أساس التدفق النقدي تتمثل بالتغيرات في صافي رأس المال العامل (المخزون والحسابات القابلة للتحصيل والحسابات المستحقة الدفع). وفقاً للمحاسبة على أساس الاستحقاق، فإن الزيادة في المخزون والبالغ (1,300) تمثل المشتريات غير المستخدمة المنقولة إلى الفترات المستقبلية حتى تتم عملية البيع. لكن بالمقابل، ووفقاً للمحاسبة على الأساس النقدي، فقد تم الاعتراف بالمبلغ (1,300) كتدفق نقدي خارج في الفترة ف. أما بالنسبة للحسابات القابلة للتحصيل، فقد ارتفعت بمبلغ (1,200)، وهذا يدل على أنه قد تم الاعتراف بمبيعات في الفترة (ف) تبلغ (1,200) وفقاً لأساس الاستحقاق، لكن لم يتم الاعتراف بها في بيان التدفق النقدي لأنها لم تحصل بعد. وعليه، نستطيع أن نلاحظ، بأن نظام المحاسبة على أساس الاستحقاق يعترف بالمعاملة عندما تتم

عملية البيع بغض النظر عن تحصيل قيمة تلك المبيعات من الزبائن. بالمقابل، فإن نظام المحاسبة على الأساس النقدي لا يعترف بالمعاملة حتى يتم التحصيل من الزبائن، أي حتى تولد المعاملة تدفق نقدي داخل. وأخيراً، فإن الحسابات المستحقة الدفع قد ازدادت بمبلغ (800)، أي أن المحاسبة على الأساس النقدي تقر بأن جزءً من المشتريات غير مدفوع في الفترة (ف).

في الجدول رقم 2–1 نسلط الضوء على مقاييس الأداء الأكثر أهمية المبنية على أساس الاستحقاق، وذلك من خلالها كتابتها بالأسود العريض.

الجدول 2–1: مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق

الإيراد

– تكاليف التشغيل باستثناء الاستهلاك والانخفاض في قيمة الأصول

= الربح التشغيلي قبل الاستهلاك والإطفاء وخسائر انخفاض القيمة (EBITDA)

– الاستهلاك والإطفاء وخسائر انخفاض القيمة

= الربح التشغيلي (EBIT)

+/– صافي البنود المالية

= الأرباح العادية قبل الضريبة

+/– الضريبة على الأرباح

= الأرباح العادية بعد الضريبة

+/– البنود الاستثنائية والعمليات المتوقفة والتغيرات في السياسات المحاسبية

= الربح الصافي

+/– المعاملات المعترف بها ضمن حقوق الملكية مباشرة

= الدخل الشامل

كما هو موضح في الجدول السابق، هناك أربعة مقاييس أداء مبنية على أساس الاستحقاق وهي: الأرباح التشغيلية (قبل وبعد الاستهلاك والإطفاء وخسائر انخفاض القيمة)، والأرباح العادية والأرباح الصافية والدخل الشامل. يمكن اعتبار الأرباح التشغيلية والدخل الشامل كطرفين أو حافتين فيما ما بين مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق. إن الأرباح التشغيلية تقيس جزء من الأرباح الذي من المحتمل أن يتكرر من فترة إلى أخرى (الجزء الدائم من الأرباح)، بينما يقيس الدخل الشامل كلاً من الجزء الدائم من الأرباح بالإضافة إلى جزء من الأرباح الذي غالباً لا يحدث أو لا يظهر بشكل منتظم.

الجدول رقم 2–2 يبين كل مقياس من مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق في الشركة X. وإنه من المهم أن نلاحظ الانحراف بين الدخل الشامل والدخل الصافي. حيث بلغت الأرباح الصافية (3.2) مليون ليرة سورية، في حين بلغ الدخل الشامل (9.2) مليون ليرة سورية. وبمراجعة المبلغ المعترف به مباشرة ضمن حقوق الملكية يظهر بأنه يتضمن تسويات أسعار الصرف والتسويات على قيمة أدوات التحوط وتسويات على قيمة امتلاك الشركات التابعة.

أما بالنسبة لمقاييس الأداء النقدية، فإنها مكتوبة بالأسود العريض ضمن الجدول رقم 2–3.

التدفق النقدي من العمليات، وكذلك التدفقات النقدية الحرة هما من أكثر المقاييس النقدية استخداماً من قبل المحللين. يتضمن الجدول رقم 2–4 مقاييس الأداء النقدية للشركة X. حيث نلاحظ بأن التدفق النقدي من العمليات للشركة X غير كافي لتغطية الاستثمارات في الأصول غير المتداولة والبالغ (57.2) مليون. بناءً عليه، يتوجب على الشركة الاعتماد على التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية (الاقتراض) لدعم الاستثمارات الضخمة في الأصول غير المتداولة.

الجدول رقم 2-2:مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق في الشركة X

البنود (المبالغ بآلاف الليرات)	السنة 8
الإيراد الصافي	**59,944**
المصروفات التشغيلية باستثناء الاستهلاك والإطفاء	(49,815)
الأرباح التشغيلية قبل الاستهلاك والإطفاء (EBITDA)	**10,129**
الاستهلاك والإطفاء	(3,771)
الأرباح قبل الفائدة والضريبة (EBIT)	**6,358**
صافي المصروفات المالية	(3,456)
الأرباح قبل الضريبة (EBT)	**2,902**
الضريبة	304
الأرباح الصافية	**3,206**
صافي المبلغ المعترف به مباشرة ضمن حقوق الملكية	6,000
الدخل الشامل	**9,206**

الجدول رقم 2-3: العلاقة بين مقاييس الأداء النقدية

الدخل التشغيلي (EBIT)

+/- التسويات بالنسبة للبنود التي لا يترتب عنها أثر نقدي (الاستهلاك والمؤونات ..الخ)

+/- التغير في رأس المال العامل

+/- الضريبة

= **التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية**

+/- الاستثمارات في الأصول غير المتداولة

= **التدفق النقدي بعد الاستثمارات (التدفق النقدي الحر FCF)**

+/- البنود التمويلية **= صافي التدفق النقدي خلال الفترة (التغير في النقدية)**

الجدول رقم 2-4: مقاييس الأداء النقدية في الشركة X

البنود (المبالغ بآلاف الليرات)	السنة 8
التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية	**7,812**
التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية (الأصول غير المتداولة)	(57,153)
التدفق النقدي الحر	**(49,341)**
التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية	50,084
صافي التدفق النقدي	**743**

ثانياً_ قصور مفاهيم الأداء المبنية على أساس الاستحقاق وعلى أساس التدفق النقدي:

هناك اختلاف وعدم توافق حول الفائدة من مقاييس الأداء سواء أكانت مبنية على أساس الاستحقاق أو على الأساس النقدي. ويمكن أن يعزى ذلك إلى قصور المقياسين عند قياس القدرة الإيرادية للشركات في المدى القصير.

عموماً، يمكننا تلخيص الانتقادات الموجهة لمقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق بالنقاط التالية:

1) إمكانية التلاعب في مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق:
   - مخصصات التكلفة.
   - التقديرات المحاسبية.
   - السياسات المحاسبية البديلة.

2) تجاهل القيمة الزمنية للنقود.

إحدى المساوئ الرئيسية لمقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق تتمثل في طرح مفاهيم **كمخصصات التكلفة** (مثلاً إطفاء الأصول غير الملموسة)، **والتقديرات المحاسبية** (مثلاً تقدير الذمم المدينة المشكوك في تحصيلها)، و**السياسات المحاسبية البديلة** (مثلاً المحاسبة عن المخزون وفق طريقة الوارد أولاً صادر أولاً FIFO أو وفق طريقة متوسط التكلفة). كنتيجة لهذه المفاهيم، تمتلك الإدارة عند إعداد القوائم المالية بعض المرونة في التعاطي مع أرقام الأرباح المعلن عنها. ومن المفيد الإشارة إلى أنه من الموثق في الأدب المحاسبي بأنه في حال ارتفاع الحسابات تحت التحصيل بشكل غير طبيعي، فإن جودة الأرباح المعلن عنها منخفضة بشكل عام وأقل ملائمة لأغراض التنبؤ. بالإضافة إلى المشاكل السابقة، فإن مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود. وهذه المشكلة تظهر بشكل خاص خلال الفترات التي يحدث فيها تغيرات سريعة في الأسعار (التضخم). فطالما أن الإيراد مقاس بالأسعار الحالية بينما المصروفات مقاسة بالأسعار (التكاليف) التاريخية، لذلك ستكون القدرة الإيرادية للشركة مبالغاً فيها بشكل عام في أوقات التضخم الحاد.

مثلما تعاني مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق من القصور، فإن مقاييس الأداء المبنية على الأساس النقدي تواجه أيضاً بعض الانتقادات التي يمكن تلخيصها بالنقاط التالية:

- الفشل في المحاسبة عن المعاملات غير المكتملة.
- إمكانية التلاعب بالتدفقات النقدية.

إحدى المشاكل الرئيسية لمقاييس الأداء النقدية تتمثل في أنها لا تقابل التدفقات النقدية الداخلة مع التدفقات النقدية الخارجة بالنسبة لنفس المعاملات. ففي فترات

الاستثمارات الجديدة، تكون التدفقات النقدية الخارجة ضخمة وذات أهمية، بينما التدفقات النقدية الداخلة أو الناجمة عن تلك الاستثمارات تكون ذات أهمية في الفترات اللاحقة. وتزداد خطورة هذه المشكلة مع ارتفاع عدد المعاملات غير المكتملة خلال الفترة المعطاة. على سبيل المثال، فإن الشركات الهندسية، والشركات الاستشارية وشركات بناء وتصليح السفن، كلها تتصف بمعاملات قد تمتد لفترات عديدة. بالتالي، فإن المعاملات غير المكتملة ضمن فترة القياس تكون كبيرة بالنسبة لهذه الأنواع من الشركات. بالمقابل، فإن المجمعات التجارية (سوبر ماركت) تمتاز بكثرة المعاملات المكتملة وقلة المعاملات غير المكتملة ضمن فترة القياس. بناءً عليه، فإن المحتوى المعلوماتي للتدفقات النقدية من المتوقع أن ينخفض كلما طالت معاملات الشركة (الدورة التشغيلية).

المشكلة الأخرى التي تعاني منها مقاييس الأداء النقدية تتمثل بأنها قابلة للتلاعب من قبل الإدارة تماماً كما في مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق. على سبيل المثال، فإن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية تزداد إذا قامت الشركة ببيع بعض الحسابات المدينة Factoring، أو تأجيل شراء البضاعة. لكن من وجهة نظر اقتصادية، فإن بيع الحسابات المدينة قد يكون مكلفاً، كما أن نقص المخزون قد يدفع الزبائن للبحث عن منتجات بديلة.

بناءً عليه، فإن مقاييس الأداء على الأساس النقدي تتشابه في كثير من الجوانب مع مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق في كونها لا تمثل مقياساً مثالياً للقدرة الإيرادية للشركة. لذلك سنحاول في القسم التالي دراسة واستكشاف المحتوى المعلوماتي لكل مقياس بتفصيل أكبر.

ثالثاً_ المحتوى المعلوماتي لمقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق وعلى أساس التدفق النقدي:

بناءً على ما ذكر آنفاً، فإنه من غير الممكن الوصول إلى مقياس مثالي للأداء يمكن الاعتماد عليه في قياس الربحية بالنسبة لأية فترة قياس معطاة. وفي الحقيقة، هناك عدد من الدراسات التي حاولت تقدير المحتوى المعلوماتي لمقاييس الأداء، وذلك لتقدير مدى الاستفادة منها في تفسير القدرة الإيرادية للشركات. فإذا كان مقياس الأداء ذو قيمة بالنسبة للمستثمرين، فهذا يعني قدرة مقياس الأداء على قياس القدرة الإيرادية بأكملها أو أجزاء منها.

ويمكن أن تقسم تلك الدراسات إلى مجموعتين. **المجموعة الأولى** تعتبر مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق وعلى الأساس النقدي كمقاييس تنافسية، وتختبر أي منهما أكثر ملائمة لقياس القدرة الإيرادية للشركات بالنسبة لأية فترة قياس معطاة (سنة واحدة). أما **المجموعة الثانية،** فإنها تعتبر مقاييس الأداء متممة لبعضها البعض، وتختبر فيما إذا كان استخدام المقياسين معاً يمكن أن يزيد من القدرة على قياس القدرة الإيرادية للشركات.

بينت الدراسات بأن مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق أفضل من مقاييس الأداء النقدية في قياس القدرة الإيرادية للشركات. حيث أن نتائج تلك الدراسات قد أظهرت بأن الأرباح الصافية قادرة على تفسير حوالي 11% من التقلبات في عوائد السهم خلال فترة القياس (سنة واحدة)، في حين أن التدفقات النقدية من العمليات قادرة على تفسير 4% فقط. وفي نفس فترة القياس، لم يكن هناك أي ارتباط بين عوائد السهم والتدفقات النقدية الحرة. هذه النتائج تدعم مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق في قياس القدرة الإيرادية للشركات بالمقارنة مع مقاييس الأداء النقدية.

لكن بالمقابل، إذا كانت فترة القياس أطول من ذلك (أي أطول من سنة)، فهل من المتوقع أن تزداد إمكانية مقاييس الأداء النقدية على تفسير القدرة الإيرادية للشركات؟ هذا يمكن أن يحدث، وذلك على اعتبار أن المعاملات المكتملة سوف تكون أكثر ضمن فترة القياس الأطول. لكن في الحقيقة، فإن نتائج الدراسات المذكورة أعلاه قد أعيد إنتاجها ثانية مع تغيير فترة القياس التي عدلت إلى أربع سنوات بدلاً من سنة واحدة. حيث أظهرت النتائج من جديد بأن الأرباح الصافية والتدفق النقدي من العمليات تسهم في تحسين إمكانية قياس القدرة الإيرادية للشركات. وكذلك بينت النتائج عدم وجود ارتباط بين عوائد السهم والتدفقات النقدية الحرة خلال فترة القياس البالغة أربع سنوات. وهذا ما يقود إلى ضرورة زيادة طول فترة القياس (أطول من أربع سنوات) حتى نتمكن من الاعتماد على مقياس التدفقات النقدية الحرة في قياس القدرة الإيرادية للشركات.

بناءً عليه، فإن النتائج السابقة تعارض وجهة نظر مؤيدي مقاييس الأداء النقدية الذين يرون بأن مقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي أفضل في تفسير القدرة الإيرادية للشركات بالمقارنة مع مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق.

على الرغم من النتائج السابقة، إلا أنه لا يمكن تجاهل مقاييس الأداء النقدية وما تتضمنه من معلومات هامة متعلقة بالقدرة الإيرادية للشركات ولا تتضمنها مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق. فكما ذكرنا سابقاً بأن العديد من الهيئات وعلى رأسها مجلس معايير المحاسبة المالية FASB ترى بأن بيان التدفق النقدي يتضمن معلومات هامة عن مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل والقصير الأجل. وهناك الكثير من الدراسات التي تدعم هذا الافتراض، وترى ضرورة استخدام التدفقات النقدية إلى جانب مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق.

إن مقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي تزود المحلل بالكثير من المعلومات المفيدة. وفيما يلي سوف نناقش المجالات التي من المتوقع أن تكون فيها أرقام التدفق النقدي المعلن عنها مفيدة عند تحليل القوائم المالية:

1) تقييم جودة الأرباح.
2) تقييم المرونة المالية.
3) تقييم مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل والقصير الأجل.

1) تقييم جودة الأرباح:

تتصف الأرباح المحاسبية بدرجة أعلى من عدم الموضوعية بالمقارنة مع التدفقات النقدية. وهذا يعني بأنه في بعض الحالات قد يشك المحلل بمصداقية الأرقام المعلن عنها. وبالمقابل، فإن أرقام التدفق النقدي المعلن عنها تتسم بدرجة أعلى من المصداقية. لذلك يمكن للمحلل تقييم جودة الأرباح بالاعتماد على مقاييس الأداء النقدية. وبشكل عام، كلما ارتفعت النقدية المتحصلة من الأنشطة التشغيلية كلما ارتفعت نوعية وجودة الأرباح. حيث أن تحقق أرباح وفق أساس الاستحقاق لا يعني بالضرورة تحقيق تدفق نقدي مرتفع. وفيما يلي أهم المؤشرات التي يمكن اشتقاقها لقياس جودة الأرباح:

- مؤشر النقدية التشغيلية =

  صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية / الربح الصافي.

- مؤشر التدفق النقدي التشغيلي =

  التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية / صافي المبيعات.

كلما ارتفع المؤشرين السابقين كلما ارتفعت جودة الأرباح والعكس صحيح.

2) تقييم المرونة المالية:

يقدم بيان التدفق النقدي معلومات مفيدة لتقييم المرونة المالية للشركة. فهناك الكثير من الأسئلة التي يمكن للمحلل الإجابة عنها من خلال تحليل بيان التدفق

النقدي ومنها: هل الشركة قادرة على توليد نقدية كافية لتمويل نموها أو أنها بحاجة إلى رأس مال إضافي؟ ما هي مصادر التمويل (دين – ملكية) التي يمكن للشركة الاعتماد عليها في حال حاجتها لرأس مال إضافي؟

3) تقييم مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل والقصير الأجل:

يمكن الاستفادة من بيان التدفق النقدي كمدخلات لحساب النسب المالية المستخدمة في تقدير مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل والقصير الأجل. كما يستطيع المحللون التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية في سبيل تقدير مخاطر السيولة. سوف نناقش موضوع النسب المالية والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية بالتفصيل في الفصول اللاحقة.

رابعاً_ مقاربات إلى التدفقات النقدية:

في السنوات الأخيرة أصبح من المألوف التركيز على مفاهيم محاسبية مثل EBITDA (الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء)، ومثل EBITA (الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإطفاء)، وذلك عند تحليل القوائم المالية لأغراض مختلفة. والسبب وراء استخدام EBITA & EBITDA يتمثل بالاعتقاد السائد بأن هذين المقياسين المحاسبيين أقرب إلى التدفقات النقدية من العمليات أكثر من قربهما مثلاً من الأرباح الصافية. بنفس الوقت وكنتيجة لاستبعاد الاستهلاك والإطفاء، فإن الاختلافات في السياسات المحاسبية المتعلقة بالاستهلاك لا تؤثر على مقياس الأداء. وما ينطبق على الاستهلاك والإطفاء يمكن إسقاطه على الضرائب، حيث أن استبعاد الضريبة يساعد المحللون في تجنب تأثير التقديرات المتعلقة بالضرائب المؤجلة. وبالتالي، يمكن أن نقول بأن استخدام مقاييس مثل EBITA & EBITDA ما هو إلا محاولة للتخلص من بعض الاختلافات في السياسات المحاسبية بين الشركات.

لكن بالمقابل، فإن استخدام EBITDA كمقياس للتدفق النقدي ينطوي على الكثير من المشاكل. **أولاً**، إنه من الصعب أن تبرر استبعاد حصة مهمة من تكاليف الشركة وعدم تضمينها مع تكلفة العمليات. فالاستهلاك ما هو إلا انعكاس لتكلفة استخدام الموارد (مثل الممتلكات والمصانع والمعدات)، وهذا الاستخدام للموارد ضروري لتوليد الأرباح. وبالتالي، فإن EBITDA يتضمن المنافع (الإيراد) من الموارد لكنه يستبعد تكاليف استخدام تلك الموارد.

ثانياً، إذا استخدم EBITDA كمقياس للأداء، فإنه من الصعب المقارنة بين الأعمال التي تنمو ذاتياً والأعمال التي تنمو من خلال الاقتناء. فعلى سبيل المثال، في حالة توليد الشهرة داخلياً يجب الاعتراف بنفقات الشهرة كمصروف. بينما الشركات التي تقتني أعمال أو أنشطة أخرى، فإنه يتوجب عليها رسملة الشهرة، غير أن إطفاء الشهرة (خسائر انخفاض قيمة الشهرة) لا يعترف به ضمن EBITDA.

ثالثاً، هناك تغيير في التشريع المحاسبي المتعلق بالاستثمارات في الأصول غير الملموسة، حيث كانت تعتبر تلك الاستثمارات كمصروفات بينما يتوجب الآن رسملتها. على سبيل المثال، فإن تكاليف التطوير يجب أن ترسمل بشكل عام، بينما سابقاً كانت تعتبر كمصروف. بالتالي، فإن هذا يشير إلى أن تكاليف التطوير التي كانت سابقاً مضمنة في EBITDA أصبحت الآن مستبعدة منه.

أخيراً، حتى ولو كان بالإمكان تجنب النقاط المذكورة أعلاه، فإن EBITDA & EBITA بعيدان عن المقاييس المثالية للتدفقات النقدية. حيث أن ولا مقياس منهما يفسر الاستثمارات في الأصول غير المتداولة أو الاستثمارات في رأس المال العامل. بالإضافة إلى إنهما لا يأخذان في الحسبان بنوداً غير نقدية متضمنة في الأرباح التشغيلية مثل المخصصات المتعلقة بإعادة الهيكلة وغيرها من البنود.

أسئلة الفصل الثاني

1) ما هو الفرق بين مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق ومقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي؟
2) ما هي المجاميع الفرعية الأكثر أهمية في بيان الدخل؟
3) ما هي المجاميع الفرعية الأكثر أهمية في بيان التدفق النقدي؟
4) ما هي محاسن ومساوئ مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق ومقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي؟
5) هل مقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي أكثر فائدة بالمقارنة مع مقاييس الأداء المبنية على أساس الاستحقاق؟
6) في أي المجالات التحليلية يمكن أن تظهر فيها فائدة مقاييس الأداء المبنية على أساس التدفق النقدي؟
7) هل الربح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA يمكن أن ينوب عن التدفق النقدي من العمليات؟
8) كانت مبيعات شركة سوريانا خلال عام 2014: مليون ليرة، وقد انخفض رصيد حساب المدينين خلال تلك الفترة بمبلغ (150) ألف ليرة. بناءً عليه، فإن المتحصلات النقدية من الزبائن خلال عام 2014:
   a) مليون ليرة.
   b) نصف مليون ليرة.
   c) 150 ألف ليرة.
   d) مليون ليرة + 150 ألف ليرة.
9) كان صافي دخل شركة المنار لعام 2014: (640) ألف ليرة، وكان هنالك خسارة مقدارها (30) ألف ليرة ناجمة عن بيع قطعة أرض، وقد بلغ مصروف

الاستهلاك (180) ألف ليرة، بينما بلغ إطفاء الشهرة (80) ألف ليرة. بناءً عليه، فإن صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية:

a) 870 ألف ليرة.
b) 900 ألف ليرة.
c) 930 ألف ليرة.
d) غير ذلك.

10) في عام 2014، كان صافي النقدية المتحصلة من الأنشطة التشغيلية والظاهرة في بيان التدفق النقدي: مليون ليرة في شركة دمشق. وقد توفرت المعلومات التالية عن بعض الأنشطة التي حصلت خلال العام:

- أرباح بيع أصول غير متداولة: (25,000) ليرة.
- مدفوعات نقدية عن حصص أرباح الأسهم: (50,000) ليرة.
- النقص في حساب المدينين: (15,000) ليرة.
- الزيادة في رصيد حساب المخزون السلعي: (7,500) ليرة.
- مصروف إطفاء الشهرة: (20,000) ليرة.
- مصروف الاستهلاك: (75,000) ليرة.

بناءً عليه، فإن مبلغ صافي الدخل للشركة لعام 2014:

a) 922,500 ليرة.
b) 897,500 ليرة.
c) 890,000 ليرة.
d) غير ذلك.

بناءً عليه، الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك والإطفاء EBITDA:

a) 1,017,500 ليرة.
b) 992,500 ليرة.

c) 985,000 ليرة.

d) غير ذلك.

بناءً عليه، الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاستهلاك EBITD:

a) 965,000 ليرة.

b) 972,500 ليرة.

c) 997,500 ليرة.

d) غير ذلك.

11) حل المسألة التالية:

خلال عام 2014، ازداد رصيد حساب المدينين في شركة السنابل الذهبية بمبلغ (175) ألف ليرة، وازداد رصيد حساب الدائنين بمبلغ (200) ألف ليرة. وقد أعلنت الشركة عن صافي دخل مقداره (1,750) ألف ليرة، وكان مصروف الاستهلاك لتلك السنة يساوي مبلغ (260) ألف ليرة.

المطلوب:

1) حساب صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية.
2) توضيح الفرق بين صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية وصافي الدخل المحاسبي.
3) تقييم جودة الأرباح الصافية.

12) حل المسألة التالية:

أظهر بيان الدخل لشركة البركة لعام 2014 المعلومات التالية:

- صافي الدخل: (182) ألف ليرة.
- مكاسب بيع أصول غير متداولة: (3.5) ألف ليرة.
- مصروف استهلاك: (22.5) ألف ليرة.
- مصروف إطفاء أصول غير ملموسة: (5) آلاف ليرة.

وقد تبين بعد مراجعة الأصول والالتزامات في الشركة، أن هنالك تغيرات قد حصلت بسبب الأنشطة التشغيلية على الشكل التالي:

- نقص في رصيد حساب المدينين: (9) آلاف ليرة.
- نقص في رصيد حساب المخزون: (26) ألف ليرة.
- زيادة في رصيد المصروفات المدفوعة مقدماً: (18) ألف ليرة.
- زيادة في رصيد حساب الالتزامات المستحقة: (7) آلاف ليرة.

المطلوب:

1) حساب صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية.
2) توضيح الفرق بين صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية وصافي الدخل المحاسبي.
3) تقييم جودة الأرباح الصافية.

13) مسألة محلولة:

فيما يلي بيان الدخل للشركة السورية الدولية لعام 2014:

بيان الدخل عن الفترة المنتهية في 2014/12/31

البنود	جزئي 1	جزئي 2	كلي
صافي المبيعات	500,000		
فوائد دائنة	10,000		
مجموع الإيرادات			**510,000**
تكلفة البضاعة المباعة		**310,000**	
مصروف الإيجار	15,000		
مصروف الرواتب	24,000		
مصروف الاستهلاك	20,000		
مصروفات إدارية وعمومية	5,000		

مصروفات بيع وتوزيع	21,000		
مجموع المصروفات التشغيلية		**85,000**	
خسائر بيع أراضي		**2,000**	
فوائد مدينة		**13,000**	
ضريبة		**30,000**	
مجموع المصروفات			**440,000**
صافي الدخل بعد الضريبة			**70,000**

وفيما يلي معلومات متعلقة بالأصول المتداولة والالتزامات المتداولة:

الأصول المتداولة	**2013/12/31**	**2014/12/31**
النقد ومعادلات النقد	15,000	24,000
الذمم المدينة	35,000	37,000
المخزون	30,000	27,000
مصروف إيجار مدفوع مقدماً		3,000
الالتزامات المتداولة		
ذمم دائنة	12,000	8,000
ضرائب مستحقة	1,500	3,500
رواتب مستحقة		2,000
فوائد مدينة مستحقة	1,000	500

وقد أظهر تحليل التغيرات في الميزانية حدوث العمليات التالية خلال الفترة:

أولاً_ عمليات متعلقة بالأنشطة الاستثمارية:

- تم شراء معدات بمبلغ (70,000) ليرة نقداً.

- تم بيع قطعة أرض بمبلغ (25,000) ليرة نقداً.
- قامت الشركة بشراء أسهم وسندات كاستثمارات طويلة الأجل بمبلغ (13,000) ليرة نقداً.
- منحت الشركة قروضاً بمبلغ (14,000) ليرة.
- حصلت من القروض (7,000) ليرة نقداً خلال الفترة.

ثانياً_ عمليات متعلقة بالأنشطة التمويلية:

- أصدرت الشركة خلال العام (100) سهم عادي بسعر (100) ليرة نقداً.
- أصدرت الشركة (100) سهم ممتاز لامتلاك قطعة أرض قيمتها السوقية (11,000) ليرة.
- تم استدعاء 50% من السندات بكلفة (15,000) ليرة نقداً.
- بلغت القروض النقدية المستلمة خلال الفترة (7,500) ليرة، بينما كانت التسديدات النقدية لحساب القروض (5,000) ليرة.
- وزعت الشركة حصص أرباح نقدية على المساهمين (12,500) ليرة.

المطلوب:

حساب صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية.

الحل:

أولاً_ صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية:

البنود	جزئي	كلي
صافي الدخل قبل الضريبة		**100,000**
يضاف:		
النقص في المخزون	3,000	
الزيادة في الرواتب المستحقة	2,000	
خسائر بيع أراضي	2,000	

الاستهلاك	20,000	
		27,000
يطرح:		
النقص في الذمم المدينة	(2,000)	
النقص في الذمم الدائنة	(4,000)	
الزيادة في مصروف الإيجار المدفوع مقدماً	(3,000)	
النقص في الفوائد المدينة المستحقة	(500)	
		(9,500)
صافي التدفق النقدي من العمليات قبل الضريبة		117,500
يطرح: ضريبة الدخل المدفوعة		(28,500)
صافي التدفق النقدي من العمليات		**89,000**

ثانياً_ صافي التدفق النقدي من العمليات الاستثمارية:

البنود	جزئي	كلي
مشتريات معدات نقداً	(70,000)	
مقبوضات من بيع أراضي	25,000	
مشتريات أوراق مالية	(13,000)	
قروض نقدية ممنوحة	(14,000)	
تحصيلات من القروض	7,000	
صافي التدفق النقدي من العمليات الاستثمارية		**(65,000)**

ثالثاً_ صافي التدفق النقدي من العمليات التمويلية:

البنود	جزئي	كلي
مقبوضات نقدية مقابل إصدار أسهم عادية	10,000	
مبالغ نقدية مدفوعة لحملة السندات المستدعاة	(15,000)	
قروض نقدية مستلمة	7,500	
تسديدات القروض	(5,000)	
توزيعات نقدية	(12,500)	
صافي التدفق النقدي من العمليات التمويلية		**(15,000)**

رابعاً_ صافي التدفق النقدي

البنود	جزئي	كلي
صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية	89,000	
صافي التدفق النقدي من العمليات الاستثمارية	(65,000)	
صافي التدفق النقدي من العمليات التمويلية	(15,000)	
صافي التدفق النقدي		**9,000**
رصيد النقد ومعادلات النقد في بداية الفترة		15,000
رصيد النقد ومعادلات النقد في نهاية الفترة		**24,000**

الجزء الثاني

التحليل المالي

Financial Analysis

المحتويات:

مقدمة إلى الجزء الثاني

لقد لخصنا في الفصول السابقة المعلومات المتوافرة في التقارير السنوية. بينما سنناقش في الفصول الآتية (من الفصل الثالث إلى السادس) كيفية تحليل الأداء والوضع المالي للشركات وذلك باستخدام عدد من النسب المالية المختلفة.

في الفصل الثالث سوف نناقش كيفية إعادة ترتيب بيان الدخل والميزانية لأغراض التحليل المالي. بينما نعرض في الفصل الرابع النسب المالية التي يمكن من خلالها توضيح وتقييم ربحية الشركات. أما الفصل الخامس، فإنه يتضمن مناقشة للطرق المختلفة المستخدمة في قياس النمو. بينما نتطرق في الفصل السادس إلى كيفية تحليل مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل والمدى الطويل الأجل.

مقدمة إلى التحليل باستخدام النسب المالية

تعتبر النسب المالية من أقدم أدوات التحليل المالي وأهمها، حيث تسهم بشكل رئيس في تقديم معلومات من شأنها الكشف عن الجوانب المختلفة للأداء والوضع المالي للشركات، على سبيل المثال:

- الربحية
- النمو
- المخاطر

يمكن تقييم السلامة المالية للشركات عن طريق احتساب عدد من النسب المالية التي تعتبر كمؤشرات هامة للأداء المالي. كما تساعد النسب المالية في تحديد المجالات التي تحتاج إلى مزيد من التحليل. بالإضافة إلى ذلك، فإن التحليل باستخدام النسب المالية يساعدك في مقارنة النسب المالية للشركة:

- خلال فترات زمنية متعددة (تحليل السلسلة الزمنية Time-series analysis).
- مع الشركات التي تعمل في نفس القطاع (تحليل القطاعات المشتقة Cross-section analysis).
- مع معدل العائد المطلوب (مثلاً المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال).

كما أن التحليل باستخدام النسب المالية يمكننا من توصيف مستوى واتجاه ربحية الشركات ونموها والمخاطر المرتبطة بها. على سبيل المثال، فإنه من الممكن باستخدام عدد من النسب المالية تحليل ربحية الشركة وتقييم فيما إذا كان هناك منحى ايجابي في الربحية كنتيجة لتحسن في نسبة مجمل الربح مثلاً.

عند تحليل القوائم المالية، عادةً ما يستخدم تحليل السلسلة الزمنية أو تحليل القطاعات المشتقة. من خلال تحليل السلسلة الزمنية يمكن قياس كفاءة استراتيجية الشركة عبر الزمن. كما يعتبر تحليل السلسلة الزمنية أداة هامة من أجل التنبؤ، حيث أن المستويات والاتجاهات التاريخية للنسب المالية تستخدم كمدخلات لعملية التنبؤ.

أما بالنسبة لتحليل القطاعات المشتقة، فإنه يستخدم بشكل رئيس في دراسة وتقييم الأداء التشغيلي للشركات. ويتمثل الغرض من هذا التحليل في فحص الأداء النسبي للشركة ضمن القطاع الذي تعمل فيه. وفي الحقيقة، هناك الكثير من المعلومات القيمة التي يمكن الحصول عليها من خلال التحليل المالي للشركات الأكثر ربحية والمنتمية لنفس القطاع الذي تعمل ضمنه الشركة محل التحليل. حيث أن تجميع المعلومات عن المنافسين يساعدنا في الوصول إلى تحديد الممارسة المثلى (Best practice) ضمن القطاع والتي يمكن أن تكون ذو فائدة كبيرة جداً بالنسبة للشركة محل التحليل.

علاوة على ذلك، يمكن مقارنة النسب المالية مع معدل العائد المطلوب. على سبيل المثال:

- العائد على رأس المال المستثمر (ROIC).
- العائد على الملكية (ROE).

بالاعتماد على البيانات المالية الرئيسية يمكن تقدير معدل العائد المطلوب. فإذا كانت العوائد المتولدة تتجاوز معدل العائد المطلوب، فهذا يعني بأن أرباح الشركة فوق المعدل الطبيعي أو النظامي. ويمكننا توضيح ذلك من خلال مقارنة العائد على رأس المال المستثمر (ROIC) مع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، ومقارنة العائد على الملكية (ROE) مع معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (Re):

الفائض في العائد = (العائد على رأس المال المستثمر – المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) * رأس المال المستثمر

الفائض في العائد = (العائد على الملكية – العائد المطلوب من قبل المستثمرين) * حقوق الملكية.

بعض الشركات الاستشارية تنصح باستخدام تلك النسب المالية. ولكن لابد من الإشارة إلى أن البعض يستخدم مصطلح القيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added "EVA"، بينما البعض الآخر يستخدم مصطلح الربح الاقتصادي Economic Profit "EP". إلا أن كلاً من المفهومين السابقين مكافئ لمصطلح الفائض في العائد.

معوقات التحليل باستخدام النسب المالية

إن الافتراض الرئيس في تحليل السلسلة الزمنية وتحليل القطاعات المشتقة يتمثل بأن النسب المالية تقدم دلالات ومعلومات يعتمد عليها صانع القرار. وبالتالي، فإنه من المهم أن تكون المعلومات المستخلصة من النسب المالية لا تتضمن أي

لغط أو تشويش، وأن تمثل بصدق الأداء المالي للشركة. لذلك لابد من التحكم بداية بمصادر التشويش أو اللغط وذلك قبل تحليل البيانات المالية، وإلا فإن نتائج التحليل ستكون مضللة. إن الجدول التالي يتضمن الصعوبات التي تواجهنا عند تنفيذ التحليل باستخدام النسب المالية.

صعوبات التحليل باستخدام النسب المالية

تحليل السلسلة الزمنية	تحليل القطاعات المشتقة
• عدم ثبات السياسات المحاسبية عبر الزمن	• اختلاف السياسات المحاسبية بين الشركات
• البنود الخاصة وغير الاعتيادية (الاستثنائية)	• البنود الخاصة وغير الاعتيادية (الاستثنائية)
• اقتناء واستبعاد خطوط الإنتاج، ووحدات الأعمال الإستراتيجية .... الخ	• المقارنة بين أنواع مختلفة من الشركات
• منتجات / أسواق جديدة	• الاختلاف في المصطلحات والمفاهيم المحاسبية بين الشركات

متطلبات التحليل باستخدام النسب المالية

في سبيل دراسة وتحليل اتجاهات التطور في النسب المالية، لابد من توافر بيانات تغطي سنوات مالية ماضية تتراوح بين ثلاث إلى سبع سنوات. إن تحديد طول الفترة الزمنية الخاضعة للتحليل يتوقف على:

- مدى توافر البيانات.
- مدى استمرارية الشركة محل التحليل.

- طول دورة الأعمال النموذجية.

خلال فترة النمو، غالباً ما يحدث تقلبات جوهرية في الربحية والمخاطر. في مثل هذه الحالات، فإن السلسلة الزمنية الخاضعة للتحليل يجب أن تكون أطول حتى يتمكن المحلل من إدراك تلك التقلبات والتغيرات. وهنا لابد من الإشارة إلى ضرورة أن يغطي التحليل فترات الازدهار والانكماش، لما لذلك من أهمية في تزويد المحللين بمعلومات قيمة حول قدرة الشركة على التكيف مع التغيرات في المناخ الاقتصادي.

لكن بالمقابل، فإن الفترة الزمنية القصيرة قد تكون أكثر فائدة في بعض الحالات وخاصة عند إحداث تغيير جوهري في هيكلية الشركة. على سبيل المثال، فإن استبعاد وحدة من وحدات العمل أو اقتناء وحدة جديدة قد يؤدي إلى محدودية استخدام البيانات المحاسبية التاريخية نتيجة لانخفاض الفائدة منها. وأحياناً قد لا تغطي المعلومات المالية المتاحة إلا بضعة سنوات قليلة، حيث نلاحظ ذلك مثلاً بالنسبة للشركات في مرحلة الانطلاق أو بداية التشغيل، وفي هذه الحالة تحسب النسب المالية لفترة زمنية قصيرة.

في الفصول القادمة (من الفصل الثالث إلى الفصل السادس) سوف نناقش عدداً من النسب المالية التي تساعدنا في فهم وتفسير ربحية الشركات ونموها والمخاطر المرتبطة بها. علماً بأن هذه الفصول لا تتطرق لموضوع جودة البيانات، أي أن الأمثلة الواردة فيها تعتمد على الأرقام المحاسبية الأولية أو غير المعدلة.

الفصل الثالث

القوائم المالية لأغراض التحليل المالي

The financial statements for analytical purposes

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- إدراك أن العمليات هي القوة المحركة الرئيسية وراء خلق القيمة في الشركة.
- فصل الدخل والمصروفات التشغيلية عن الدخل والمصروفات المالية.
- التمييز بين الأصول والالتزامات التشغيلية والمالية.
- إعداد بيان الدخل والميزانية لأغراض تحليلية.
- تحديد وقياس صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT) ورأس المال المستثمر على التوالي.

القوائم المالية لأغراض التحليل المالي

يمكن تقسيم الأنشطة داخل الشركة إلى ثلاثة أنشطة رئيسية:

- أنشطة تشغيلية.
- أنشطة استثمارية.
- أنشطة تمويلية.

وإنه من المفيد فصل العمليات والاستثمارات في العمليات عن الأنشطة التمويلية عندما نقوم بحساب النسب المالية. على سبيل المثال، فإن الممتلكات والمصانع والمعدات والمخزون كلها تعتبر بنوداً تشغيلية، بينما القروض المصرفية وحقوق الملكية تعتبر بنوداً تمويلية.

إن السبب وراء ضرورة الفصل بين البنود التشغيلية والبنود التمويلية يعود إلى أن العمليات التشغيلية داخل الشركة هي القوة المحركة الرئيسية وراء خلق القيمة، وبالتالي من المهم فصلها عن بقية العمليات أو الأنشطة الأخرى. علاوة على ذلك، فإن الشركة تتفرد بعملياتها التشغيلية التي يصعب محاكاتها أو تقليدها من قبل الشركات الأخرى، بينما من السهل محاكاة البنية أو الهيكل المالي للشركة. أما بالنسبة للبنود المالية فإنها تبين كيفية تمويل العمليات (بما فيها الاستثمارات في العمليات).

إن التمييز في القوائم المالية بين البنود التشغيلية والبنود المالية ليس بالأمر السهل دائماً، وذلك لعوامل عديدة:

- عدم وجود تعريف جلي وواضح للعمليات.
- تصنيف البنود في بيان الدخل والميزانية لا يميز بشكل واضح بين البنود التشغيلية والتمويلية.
- عدم كفاية معلومات الإفصاح الواردة ضمن الإيضاحات المرفقة بالبيانات المالية.

في سبيل تحديد الأنشطة التي تعتبر ضمن العمليات التشغيلية للشركة، فإن ذلك يعتمد على نموذج الأعمال وخصائص الشركة. حيث أن بعض البنود المدرجة أحياناً ضمن فئة البنود التشغيلية قد يعاد تصنيفها في أوقات أخرى ضمن البنود التمويلية. على سبيل المثال، إذا بينت المجموعة X في تقريرها السنوي بأن الشركة الزميلة Y خارج تركيز المجموعة. فهذا يشير إلى إمكانية تصرف المجموعة باستثماراتها في الشركة الزميلة في المستقبل. في هذه الحالة، فإن حصة المجموعة من أرباح الشركة الزميلة سوف يعاد تصنيفها على أنها دخل مالي، والاستثمارات في الشركة الزميلة تعتبر كأنشطة تمويلية.

والآن إذا افترضنا بعد مرور خمس سنوات، بأن المجموعة X قد بينت في تقريرها السنوي بأن الشركة الزميلة Y قد تغيرت مكانتها من شركة خارج مجال الأعمال الرئيسية للمجموعة لتصبح جزءً رئيسياً من أعمال المجموعة. في هذه الحالة، فإن الاستثمارات في الشركة الزميلة تعتبر ضمن الأنشطة التشغيلية الأساسية للمجموعة X.

لقد ذكرنا في الفصل الأول، بأن المعيار المحاسبي الدولي رقم (1) لا يتطلب كثيراً من التفصيل في بيان الدخل، وإنما يكتفي ببضعة بنود يجب أن يتضمنها البيان. لكن في معظم الحالات يكون بيان الدخل المعد من قبل الشركات مفصلاً إلى حد ما. وإذا قارنا بين بيان الدخل للمجموعة X (الجدول رقم 3-1) وبين المتطلبات الدنيا كما جاءت في المعيار المحاسبي الدولي رقم (1)، فإننا نلاحظ بوضوح بأن المجموعة X تقدم بياناً للدخل مفصلاً جداً. إنه يتضمن مجاميع فرعية مثل مجمل الربح والربح التشغيلي ويقدم معلومات متعلقة بالبنود الخاصة.

الجدول رقم 3−1: بيان الدخل الموحد للمجموعة X

البنود (المبالغ بآلاف الليرات)	**السنة 7**	**السنة 8**
الإيراد	60,111	76,557
يطرح: الحسميات	(15,361)	(16,613)
صافي الإيراد	**44,750**	**59,944**
تكلفة المبيعات	(22,423)	(31,248)
مجمل الربح	**22,327**	**28,696**
تكاليف البيع والتوزيع	(14,528)	(17,592)
المصروفات الإدارية	(3,123)	(3,934)
دخل تشغيلي آخر	933	1,178
مصروفات تشغيلية أخرى	(448)	(450)
حصة من أرباح الشركات الزميلة (بعد الضريبة)	101	81
الربح التشغيلي قبل البنود الاستثنائية	**5,262**	**7,979**
دخل استثنائي	–	–
مصروفات استثنائية	(427)	(1,641)
الربح التشغيلي	**4,835**	**6,338**
دخل مالي	651	1,310
مصروفات مالية	(1,852)	(4,766)
الربح قبل الضريبة	**3,634**	**2,882**
الضريبة	(1,038)	324
الربح الموحد	**2,596**	**3,206**

أما بالنسبة للميزانية، فقد ذكرنا في الفصل الأول بأنه يتوجب على الشركات أن تقدم ميزانياتها بحيث تفصل فيها الأصول والالتزامات المتداولة عن الأصول والالتزامات غير المتداولة. يمكن تجاهل فصل البنود المتداولة عن غير المتداولة فقط في حال توافر عرض لتلك البنود معتمد على السيولة ويؤمن معلومات ذات موثوقية وأكثر ملائمة. أما في الحالات الأخرى، فإنه من المطلوب فصل الأصول والالتزامات غير المتداولة (أكثر من 12 شهراً) عن الأصول والالتزامات المتداولة (أقل من 12 شهراً).

تتضمن الأصول المتداولة النقد ومعادلات النقد والحسابات تحت التحصيل والمخزون. بينما كافة الأصول الأخرى فهي غير متداولة مثل الممتلكات والمصانع والمعدات. أما الالتزامات المتداولة فهي تلك التزامات الواجب تسويتها خلال الدورة التشغيلية العادية للمشروع، أو الالتزامات التي لا تتجاوز فترة استحقاقها (12) شهراً أو تلك الالتزامات المحتفظ بها لأغراض المتاجرة. أما بقية الالتزامات فهي التزامات غير متداولة كالقروض والمخصصات.

ضمن الميزانية، فإن الأصول غير المتداولة مصنفة بشكل منفصل عن الأصول المتداولة، وكذلك فإن الالتزامات غير المتداولة منفصلة عن الالتزامات المتداولة. وبالتالي، فإن الميزانية لا تفرق بين الأصول التشغيلية والأصول المالية ولا تفصل الالتزامات التشغيلية عن الالتزامات المالية. لتوضيح هذه النقطة، يمكننا الاعتماد على ميزانية المجموعة X المعروضة في الجدول رقم 3-2، حيث أن الأصول المتداولة وغير المتداولة للمجموعة وكذلك التزاماتها المتداولة و غير المتداولة كلها ربما تتضمن بنوداً تشغيلية بالإضافة إلى البنود التمويلية. على سبيل المثال، فإن الالتزامات المتداولة تتضمن بنوداً تشغيلية مثل الذمم الدائنة التجارية، وبنفس الوقت تتضمن بنوداً تمويلية مثل القروض.

الجدول رقم 3-2: ميزانية المجموعة X

البنود (المبالغ بآلاف الليرات)	السنة 7	السنة 8
الأصول غير المتداولة		
الأصول غير الملموسة	21,205	84,678
الممتلكات والمصانع والمعدات	22,109	34,043
استثمارات في شركات زميلة	622	2,224
أوراق مالية	123	118
ذمم مدينة	1,476	1,707
أصول ضريبية مؤجلة	733	1,254
أصول خطة منافع التقاعد	11	2
إجمالي الأصول غير المتداولة	**46,279**	**124,026**
الأصول المتداولة		
المخزون	3,818	5,317
الذمم المدينة التجارية	6,341	6,369
حسابات ضريبية مدينة	62	262
حسابات مدينة أخرى	1,453	3,095
مدفوعات مقدمة	950	1,211
أوراق مالية	34	7
النقد ومعادلات النقد	2,249	2,857
إجمالي الأصول المتداولة	**14,907**	**19,118**
أصول متاحة للبيع	34	162
إجمالي الأصول	**61,220**	**143,306**
حقوق الملكية والالتزامات		

حقوق الملكية		
أسهم رأس المال	1,526	3,051
الاحتياطيات	17,095	52,470
حقوق المساهمين	**18,621**	**55,521**
حصة الأقلية	1,323	5,230
إجمالي حقوق الملكية	**19,944**	**60,751**
الالتزامات غير المتداولة		
القروض	19,385	43,230
التزامات منافع التقاعد	2,220	1,793
التزامات ضريبية مؤجلة	2,191	9,803
المخصصات	249	1,498
التزامات أخرى	20	263
إجمالي الالتزامات غير المتداولة	**24,065**	**56,587**
القروض	3,869	5,291
الذمم الدائنة التجارية	5,833	7,993
إيداعات على عبوات قابلة للاسترداد	1,207	1,455
مؤونات	494	677
الضريبة	197	279
التزامات أخرى	5,611	9,905
إجمالي الالتزامات المتداولة	**17,211**	**25,600**
التزامات متاحة للبيع		368
إجمالي الالتزامات	**41,276**	**82,555**
إجمالي حقوق الملكية والالتزامات	**61,220**	**143,306**

أولاً_ بيان الدخل لأغراض التحليل المالي:

يتطلب بيان الدخل لأغراض التحليل المالي تصنيف كل بند محاسبي إما ضمن فئة البنود التشغيلية أو ضمن فئة البنود التمويلية. والغرض من تقسيم البنود المحاسبية بهذا الأسلوب يتمثل في الحصول على معرفة أفضل للمصادر المختلفة لخلق القيمة في الشركة. على سبيل المثال، يعتبر المستثمرون الربح التشغيلي كمصدر رئيسي لخلق القيمة وفي معظم الحالات فإنهم يقيمون الأنشطة التشغيلية بشكل منفصل عن الأنشطة التمويلية. كما أن المقرضين يعتبرون الربح التشغيلي كمصدر رئيسي لدعم خدمة الدين. بناءً عليه، يقوم المحللون بإعادة ترتيب بيان الدخل والميزانية بالشكل الذي يعكس مساهمة كل من الأنشطة التشغيلية والتمويلية في خلق القيمة في الشركة. ويمكن توضيح هذه الفكرة من خلال الجدول رقم 3–3.

الجدول رقم 3–3: بيان الدخل لأغراض التحليل المالي 1

البنود	المبلغ (مليون ليرة)
الإيرادات	200
المصروفات التشغيلية	(90)
الأرباح قبل الفائدة والضريبة (EBIT)	**110**
الدخل المالي	5
المصروفات المالية	(15)
الربح قبل الضريبة (EBT)	**100**
الضريبة	(30)
الأرباح الصافية	**70**

تعتبر الأرباح التشغيلية مقياساً رئيسياً للأداء، حيث تظهر أرباح الشركة المتولدة من أعمالها الأساسية بغض النظر عن كيفية تمويلها. وبشكل عام، فإن الأرباح التشغيلية يمكن أن تقاس قبل وبعد الضريبة. حيث أن الأرباح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) تقيس الربح التشغيلي قبل الضريبة، بينما صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT) يقيس الربح التشغيلي بعد الضريبة.

بالعودة إلى الجدول رقم 3-3، نلاحظ بأن الأرباح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) معلنة عنها في بيان الدخل، بينما لا يفصح عن صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT). وهذا يشير إلى وجوب قيام المحلل باقتطاع ضريبة على الأرباح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) لكي يحصل على صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT). فطالما أن الضريبة المعلنة عنها متأثرة بشكل إيجابي بصافي المصروفات المالية (أي أن قيمة الضريبة تنخفض لأن المصروفات المالية تؤدي إلى تخفيض مطرح الضريبة)، لذلك فإنه من الضروري استبعاد الميزة الضريبية المتأتية من صافي المصروفات المالية. و الجدول رقم 3-4 يتضمن توضيحاً لهذه الفكرة. يمكن حساب معدل الضريبة الفعلي كالآتي:

معدل الضريبة = (الضريبة / الأرباح قبل الضريبة) * 100 = 30%

كما هو موضح في الجدول رقم 3-4، فإن الوفر الضريبي الناجم عن صافي المصروفات المالية قد بلغ 3 مليون ليرة (معدل الضريبة * صافي المصروفات المالية). بالتالي، فإن الضريبة على الأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT تساوي 33 مليون ل.س (30 + 3). ويمكن حساب الضريبة على الأرباح التشغيلية بأسلوب آخر: 110 * 30% = 33.

الجدول رقم 3-4: بيان الدخل لأغراض التحليل المالي 2

البنود	المبلغ (مليون ليرة)
الإيرادات	200
المصروفات التشغيلية	(90)
الأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT	**110**
الضريبة على EBIT	(33)
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	**77**
صافي المصروفات المالية	(10)
الوفر الضريبي (ناجم عن التمويل بالاقتراض)	3
صافي المصروفات المالية بعد الضريبة	**(7)**
الأرباح الصافية (الأرباح التشغيلية بعد الضريبة + صافي المصروفات المالية بعد الضريبة)	**70**

ثانياً_ الميزانية لأغراض التحليل المالي:

في سبيل تحقيق الانسجام بين بنود بيان الدخل التحليلي مع البنود المرتبطة بها في الميزانية، فإنه يتوجب عند إعادة ترتيب الميزانية لأغراض التحليل إتباع نفس الأسلوب الذي اعتمدنا عليه في إعادة ترتيب بيان الدخل، وذلك من حيث تقسيم البنود ضمن الأنشطة التشغيلية أو ضمن الأنشطة التمويلية. على سبيل المثال، إذا كانت الأرباح (حصة من أرباح الشركات الزميلة) مصنفة ضمن البنود التشغيلية في بيان الدخل، فإن بند "الاستثمارات في الشركات الزميلة" في الميزانية يجب أن يصنف أيضاً كنشاط تشغيلي.

يسمى الاستثمار في الأنشطة التشغيلية للشركة برأس المال المستثمر أو صافي الأصول التشغيلية التي تساوي مجموع الأصول التشغيلية مطروحاً منها

الالتزامات التشغيلية. إن الالتزامات التشغيلية مثل الذمم الدائنة التجارية تخفض من حاجة الشركة للاستدانة بفائدة، وبالتالي فإنها تقتطع من الأصول التشغيلية. ويمكن تعريف رأس المال المستثمر بالآتي:

رأس المال المستثمر يمثل المبلغ المستثمر من قبل الشركة في أنشطتها التشغيلية والذي يتطلب عائداً.

إن الجدول رقم 3–5 يوضح كيفية حساب رأس المال المستثمر. حيث يمكننا أن نلاحظ بأن البند المحاسبي (النقد ومعادلات النقد) تم تصنيفه ضمن البنود التمويلية، أما باقي الأصول فقد تم اعتبارها كأصول تشغيلية. علاوة على ذلك، فإن الحسابات مستحقة الدفع والمستحقات الضريبية تمثل الالتزامات التشغيلية (ديون بدون فائدة) والتي يجب أن تستبعد من الأصول التشغيلية. إن اقتطاع الالتزامات التشغيلية من الأصول التشغيلية يعني انخفاض حاجة الشركة للتمويل (ديون بفوائد)، حيث كلما كان مبلغ الالتزامات التشغيلية أعلى كلما انخفضت حاجة الشركة للاقتراض لتمويل أنشطتها. ويمكن إدراك تلك الفكرة أيضاً عند دراسة المصدرين المستخدمين في تمويل رأس المال المستثمر. حيث أن حقوق المساهمين وصافي الديون بفائدة هما فقط المصدران المشمولان ضمن البنود التمويلية، كما أن كلاً من المصدرين يتطلب عائداً. باختصار، فإن رأس المال المستثمر يمكن أن ينظر إليه على أنه صافي الأصول التشغيلية أو الأموال المستخدمة لتمويل العمليات والتي تتمثل بمجموع حقوق الملكية وصافي الديون بفائدة.

الجدول رقم 3-5: الميزانية لأغراض التحليل المالي

البنود	المبلغ (مليون ليرة)	التصنيف (تشغيلي، تمويلي)
الأصول		
الأصول غير الملموسة والملموسة	268	تشغيلي
إجمالي الأصول غير المتداولة	268	
المخزون	325	تشغيلي
حسابات تحت التحصيل	57	تشغيلي
النقد ومعادلات النقد	50	تمويلي
إجمالي الأصول المتداولة	432	
إجمالي الأصول	**700**	
حقوق الملكية والالتزامات		
حقوق الملكية	400	تمويلي
القروض	100	تمويلي
إجمالي الالتزامات غير المتداولة	100	
القروض	100	تمويلي
مستحقات ضريبية	15	تشغيلي
حسابات مستحقة الدفع	85	تشغيلي
إجمالي الالتزامات المتداولة	200	
إجمالي حقوق الملكية والالتزامات	**700**	
رأس المال المستثمر		
إجمالي الأصول	700	

النقد ومعادلات النقد	(50)	
حسابات مستحقة الدفع والمستحقات الضريبية	(100)	
رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)	**550**	
رأس المال المستثمر		
حقوق الملكية	400	
القروض (غير متداولة)	100	
القروض (متداولة)	100	
النقد ومعادلات النقد	(50)	
رأس المال المستثمر (مصادر التمويل)	**550**	

ثالثاً_ تصنيف البنود المحاسبية عند تحديد رأس المال المستثمر:

على الرغم من السهولة في تصنيف معظم البنود المحاسبية على أنها إما جزء من العمليات أو جزء من تمويل العمليات، إلا أن هناك عدداً من البنود المحاسبية بحاجة إلى أن تدرس بعناية قبل أن نقرر فيما إذا كانت تنتمي إلى الأنشطة التشغيلية أو التمويلية. وتلك البنود تتضمن:

1) البنود الاستثنائية.
2) الضريبة على الأنشطة العادية.
3) الاستثمار في الشركات الزميلة والدخل والمصروفات المرتبطة به.
4) الذمم المدينة والذمم الدائنة المتعلقة بمشروعات المجموعة وبالشركات الزميلة.
5) النقد ومعادلات النقد.

6) الدفع المسبق والدخل المالي كجزء من العمليات الأساسية.
7) فروقات سعر الصرف.
8) الأدوات المالية المشتقة (المشتقات المالية).
9) حصص الأقلية.
10) الضريبة المستحقة.

فيما يلي سنتناول البنود المحاسبية السابقة كل بمفرده، وسوف نناقش القضايا المتعلقة بتصنيف هذه البنود.

1) البنود الاستثنائية (الدخل والمصروفات الأخرى)

يتضمن هذا البند المحاسبي الأنشطة التي تعتبر بمثابة جزء غير مباشر من العمل التجاري الرئيسي للشركة. وتبين الممارسات المحاسبية بأن البنود الاستثنائية تتضمن عدداً من المصادر المختلفة للدخل والمصروفات:

- المكاسب والخسائر من بيع الأصول غير المتداولة.
- الدخل المتأتي من الملكية الفكرية (الأصول الفكرية).
- تكاليف إعادة الهيكلة.
- دخل ومصروفات إيجار الممتلكات (دخل ومصروفات الإيجار).
- تخفيض قيمة الأصول.
- بنود أخرى.

من وجهة نظر تحليلية، فإن البنود الاستثنائية تثير قضيتين أساسيتين. **القضية الأولى:** يجب تحديد الفئة التي سيصنف ضمنها البند سواء ضمن فئة البنود التشغيلية أو التمويلية. نحن نعتقد بأن البنود الاستثنائية في معظم الحالات يجب أن تصنف ضمن العمليات. لكن هناك الكثير من الأمثلة التي يجب أن تعالج فيها البنود الاستثنائية كنشاط تمويلي. على سبيل المثال، إذا كانت الممتلكات لا

تعتبر ضمن الأعمال الرئيسية للشركة، في هذه الحالة فإن البند المحاسبي "دخل الإيجار" يجب أن يصنف ضمن الأنشطة التمويلية (المالية).

القضية الثانية: يتوجب على المحلل أن يقرر فيما إذا كان البند المحاسبي غير عادي أو أنه جزء من العمليات الاعتيادية للشركة. حيث يتوجب على المحلل أن يتساءل فيما إذا كانت مكاسب التخلي عن الأصول على سبيل المثال أو تكاليف إعادة الهيكلة تشكل جزءً ضرورياً من عمليات الشركة. إنه من الصعب أن نتخيل شركة لا تقوم بتعديل مكوناتها التنظيمية بما يتماشى مع ظروف السوق المتغيرة والأوضاع الاقتصادية العامة. وهذا ما يفسر أنه من المتوقع تكرار تكبد تكاليف إعادة الهيكلة، على الرغم من أنها غير سنوية بالضرورة. بناءً عليه، فإنه يبدو من المعقول أن تصنف معظم البنود الاستثنائية كجزء من العمليات الرئيسية.

2) الضريبة على الأنشطة العادية (الربح التشغيلي)

إن الضريبة على الأرباح (مصروف ضريبة الدخل) ترتبط ببنود تشغيلية بالإضافة إلى ارتباطها ببنود تمويلية. وبما أن الممارسة المحاسبية لا تميز بين الضريبة على العمليات والضريبة على البنود التمويلية، لذلك هناك حاجة لتقسيم مصروف ضريبة الدخل إلى ضريبة على العمليات وضريبة على الأنشطة التمويلية. ولإنجاز هذا الفصل لابد من تقدير الوفر الضريبي من صافي المصروفات المالية. ويمكن حساب الوفر الضريبي (المنافع الضريبية) من صافي المصروفات المالية كالآتي:

المنافع الضريبية (الوفر) = صافي المصروفات المالية * معدل الضريبة

3) الاستثمار في الشركات الزميلة والدخل والمصروفات المرتبطة به

إذا اعتبرت الاستثمارات في الشركات الزميلة كجزء من الأعمال الرئيسية للشركة، فإن الدخل والمصروفات المرتبطة بتلك الاستثمارات يجب تضمينها في الدخل التشغيلي. بالإضافة إلى ذلك، فإن هذه الاستثمارات في الشركات الزميلة يجب

أن تكون ضمن رأس المال المستثمر. بالمقابل، إذا لم يكن الاستثمار في الشركات الزميلة جزءً من الأعمال الرئيسية للشركة، فإنه يعتبر كبند مالي (نقدية زائدة غير مطلوبة لتشغيل الشركة) ويجب أن تقتطع قيمته عند حساب رأس المال المستثمر.

4) الذمم المدينة والذمم الدائنة المتعلقة بمشروعات المجموعة وبالشركات الزميلة

بالنسبة للقروض من الشركات الزميلة غالباً ما تكون بفوائد ويجب أن تصنف كجزء من الأنشطة التمويلية. لكن إذا كان الدين جزء من الصفقات العادية بين شركات المجموعة، فإنه يعتبر كبند تشغيلي.

5) النقد ومعادلات النقد

عادة ما يعتبر النقد ومعادلات النقد كنقدية زائدة، وهذه النقدية الزائدة يمكن أن تستخدم إما في تسديد توزيعات الأرباح، أو في إعادة شراء الأسهم الخاصة، أو في تسديد الديون. لكن النقدية (ومعادلات النقدية) المصرح بها ربما تتضمن نقدية تحتاجها الشركة للعمليات التشغيلية اليومية (نقدية تشغيلية). وبالتالي، يمكن أن تقسم النقدية إلى نقدية تشغيلية ونقدية زائدة. لكن لا يتم التمييز بين النقدية التشغيلية والنقدية الزائدة عند الإبلاغ عن بند النقد ومعادلات النقد ضمن ميزانية الشركة. عملياً، هناك قواعد مختلفة يمكن استخدامها في تقدير النقدية التشغيلية. إلا أنه يتوجب الاعتراف بأن هذه القواعد تؤدي إلى نتائج غير دقيقة ومختلفة بشكل كبير. لذلك يتوجب على المحلل عند تقدير النقدية التشغيلية الاعتماد على معرفته الخاصة وعلى المعلومات الإضافية التي يمكن أن يحصل عليها من الشركة.

لابد من الإشارة إلى أنه في حال بقاء رصيد النقدية مستقر إلى حد ما عبر الزمن، فإنه يبدو عادلاً بأن تعامل النقدية ومعادلات النقدية على أنها نقدية زائدة.

6) الدفع المسبق والدخل المالي كجزء من العمليات الأساسية

تتميز بعض الشركات مثل شركات التأمين بالاستلام المقدم لقيمة خدماتها. بالإضافة إلى أن منتجات مثل هذه الشركات يتم تسعيرها لتعكس العائد على النقدية المدفوعة مقدماً. وبالتالي، فإن قدرتها على كسب عائد على المدفوعات المقدمة هي العنصر الأكثر أهمية في تقييم العمليات التشغيلية في هذه الشركات.

بعض الشركات سواء التجارية أو الخدمية أو الصناعية تستخدم نفس الأسلوب. حيث أن نموذج أعمالها يقوم على استلام مبالغ ضخمة كدفعات مقدمة. وبما أن تأثير تكلفة المدفوعات المقدمة (إن وجدت) ينعكس في الربح التشغيلي المصرح به، لذلك فإننا نصنف المدفوعات المقدمة كالتزام تشغيلي. بالإضافة إلى ذلك، فإن الدخل المالي (إن وجد) من المدفوعات المقدمة يصنف كجزء من الدخل التشغيلي.

وفي سياق مشابه، فإن شركات السيارات على سبيل المثال تقدم قروضاً رخيصة لزبائنها لدعم بيع منتجاتها. وبما أن هذه القروض مقدمة لتنشيط المبيعات، فإنه يبدو من المقبول تصنيف هذه الذمم المدينة كجزء من رأس المال المستثمر وتصنيف دخل الفائدة المرتبط بها كجزء من الدخل التشغيلي.

7) فروقات سعر الصرف

وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (21) "آثار التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية":

إن فروقات الصرف الناشئة عن تسوية بنود نقدية أو عن ترجمة بنود نقدية بمعدلات مختلفة عن تلك التي سبق وأن سجلت بها أولياً خلال الفترة، أو تم التقرير عنها في بيانات مالية سابقة، يجب الاعتراف بها في الربح أو الخسارة في الفترة التي تنشأ فيها.

غالباً ما يعترف بفروقات أسعار الصرف في بيان الدخل على أنها جزء من الدخل والمصروفات المالية. لكن فروقات أسعار الصرف مرتبطة بأنشطة تشغيلية وتمويلية، لذلك من الممكن مناقشة وجوب تقسيم فروقات أسعار الصرف إلى مكون تشغيلي وآخر تمويلي. عملياً، لا يتم الإبلاغ عن فروقات أسعار الصرف الناشئة عن العمليات بشكل منفصل عن الفروقات الناشئة عن التمويل.

إذا واجهت الشركة مخاطر العملة، فإنها ربما تتحوط أو تتجنب تلك المخاطر باستخدام الأدوات المالية، أو ربما لا تختار الشركة أسلوب التحوط في حال كان تحرك سعر الصرف في اتجاه ايجابي. وفي جميع الأحوال فإن التحوط من مخاطر العملة يعتمد على السياسات المالية للشركة. بالتالي، يبدو أنه من المقبول تصنيف مكاسب وخسائر سعر الصرف على أنها نشاط تمويلي. وطالما أن مكاسب وخسائر سعر الصرف مصنفة مسبقاً كبنود مالية، لذلك لا حاجة لإعادة التصنيف.

8) الأدوات المالية المشتقة (المشتقات المالية)

تمثل مكاسب وخسائر المشتقات المالية قضية أخرى مرتبطة بالبنود المالية. فالأدوات المالية المشتقة (المشتقات المالية) تستخدم للتحوط من المخاطر المالية بما فيها مخاطر سعر الصرف ومخاطر سعر الفائدة. تقاس المشتقات المالية بالتكلفة عند الاعتراف الأولي. بعد ذلك، تقاس بالقيمة العادلة ويتم الاعتراف بالفروقات الناجمة عن إعادة التقييم في بيان الدخل.

إن المكاسب والخسائر الناجمة عن الأدوات المالية غالباً ما ترتبط بالتحوط من المخاطر المالية. أما فيما يخص التحوط من المخاطر التشغيلية تحديداً، فإنه يمكن أن يحدث على سبيل المثال عند التحوط من حركات أسعار المواد الأولية أو التحوط من إيرادات مبيعات السنة القادمة بالعملات الأجنبية. لذلك يمكن أن يكون محل نقاش فيما إذا كان من الواجب تقسيم مكاسب وخسائر استخدام

المشتقات إلى تحوطات من المخاطر التشغيلية وتحوطات من المخاطر التمويلية. لكن هذا الفصل أو التقسيم غير موصى به، وذلك لأن كافة التحوطات سواء التشغيلية أو التمويلية ينظر إليها على أنها قرارات مالية. وبالتالي، فإن المكاسب والخسائر من المشتقات يجب أن تعامل على أنها جزء من الأنشطة التمويلية. بالإضافة إلى أن البند المحاسبي "المكاسب والخسائر الناشئة عن التحوط من الأدوات المالية" لا يفصل بين الأنشطة التشغيلية والتمويلية إلا نادراً وبصعوبة بالغة جداً، لذلك فإنه من المستحيل عملياً تقسيم هذا البند.

9) حصص الأقلية

تمثل حصص الأقلية الاستثمار في شركات تابعة غير مملوكة بشكل كامل من قبل الشركة الأم، أي أن الشركة الأم تملك أقل من 100% في الشركات التابعة لها. وللأقلية حصتهم في الربح أو الخسارة بعد الضريبة.

من ناحية تحليلية، فإن التساؤل هنا لا يتعلق فيما إذا كان البند المحاسبي مرتبط بالعمليات أم لا، وإنما التساؤل المطروح في هذه الحالة يتمثل فيما إذا كان يتوجب إدراج حصص الأقلية ضمن الديون بفائدة أو تعتبر على أنها جزء من حقوق الملكية.

هناك حجج قوية تنصب في صالح معاملة حصص الأقلية على أنها جزء من حقوق الملكية. فعند تقييم الشركات، فإن معدل العائد المطلوب من حصص الأقلية مختلف عن معدل الفائدة على الدين، إلا أنه من المحتمل أن يكون قريباً للعائد المطلوب من مستثمرين آخرين. وعند إجراء التحليل الائتماني، فإن حصص الأقلية تبوب إلى جانب المستثمرين في الشركة الأم، وفي حال إفلاس الشركة فإنهم سيتقاسمون النقدية المتبقية (بعد تسديد الديون) مع المستثمرين في الشركة الأم. بالتالي، فإن حصص الأقلية تعامل على أنها جزء من حقوق الملكية.

10) الضريبة المستحقة

تعامل الضريبة المستحقة على أنها جزء من الالتزامات التشغيلية. إلا أنه في حال فرض فوائد على الضريبة المستحقة من قبل السلطات الضريبية، فإن المستحقات الضريبية تعامل على أنها بند مالي.

مثال توضيحي

سوف نقوم في هذا القسم بإعادة صياغة الحسابات السنوية للشركة X اعتماداً على الاعتبارات المذكورة أعلاه. إن الجدول رقم 3–6 يتضمن البيانات المالية (بيان الدخل والميزانية) للشركة X خلال ست سنوات مالية.

يمكن أن نلاحظ من الجدول رقم 3–6 بأن هناك توسع في تصنيف البنود المحاسبية في الشركة X سواء في بيان الدخل أو في الميزانية، كما أن التصنيف يفصل البنود التشغيلية عن البنود التمويلية، لكن وعلى الرغم من ذلك نحن بحاجة إلى إجراء بعض التعديلات.

يمثل الجدول رقم 3–7 بيان الدخل والميزانية بعد إعادة صياغتهما لأغراض التحليل المالي. بالنسبة للملاحظات المرقمة بجوار البنود المحاسبية، سوف نأتي على مناقشتها بالتفصيل.

الجدول رقم 3–6: بيان الدخل والميزانية للمجموعة X خلال ست سنوات مالية

بيان الدخل (مليون ليرة)	**السنة 3**	**السنة 4**	**السنة 5**	**السنة 6**	**السنة 7**	**السنة 8**
الإيراد	47,345	49,690	51,847	55,753	60,111	76,557
يطرح: الحسميات	(12,719)	(13,406)	(13,800)	(14,670)	(15,361)	(16,613)
صافي الإيراد	34,626	36,284	38,047	41,083	**44,750**	**59,944**
تكلفة المبيعات	(16,989)	(18,065)	(18,879)	(20,151)	(22,423)	(31,248)
مجمل الربح	17,637	18,219	19,168	20,932	**22,327**	**28,696**
تكاليف البيع والتوزيع	(12,172)	(12,833)	(13,332)	(14,173)	(14,528)	(17,592)
المصروفات الإدارية	(2,712)	(2,807)	(2,961)	(3,065)	(3,123)	(3,934)
دخل تشغيلي آخر	575	612	876	660	933	1,178
مصروفات تشغيلية أخرى			(465)	(393)	(448)	(450)
حصة من أرباح الشركات الزميلة (بعد الضريبة)	236	210	232	85	101	81
الربح التشغيلي قبل البنود الاستثنائية	3,564	3,401	3,518	4,046	**5,262**	**7,979**

دخل استثنائي				602	–	–
مصروفات استثنائية	(401)	(598)	(386)	(762)	(427)	(1,641)
الربح التشغيلي	3,163	2,803	3,132	3,886	**4,835**	**6,338**
دخل مالي	416	666	548	725	651	1,310
مصروفات مالية	(891)	(1,818)	(1,788)	(1,582)	(1,852)	(4,766)
الربح قبل الضريبة	2,688	1,651	1,892	3,029	**3,634**	**2,882**
الضريبة	(590)	(382)	(521)	(858)	(1,038)	324
الربح الموحد	2,098	1,269	1,371	2,171	**2,596**	**3,206**
الأصول (مليون ليرة)	**السنة 3**	**السنة 4**	**السنة 5**	**السنة 6**	**السنة 7**	**السنة 8**
الأصول غير المتداولة						
الأصول غير الملموسة	5,661	19,489	20,672	21,279	21,205	84,678
الممتلكات والمصانع والمعدات	19,131	20,435	20,355	20,367	22,109	34,043
الاستثمارات في الشركات الزميلة	1,630	1,750	1,105	579	622	2,224
الأوراق المالية	672	524	2,710	170	123	118

ذمم مدينة	2,136	1,290	1,235	1,139	1,476	1,707
أصول ضريبية مؤجلة	732	867	1,005	822	733	1,254
أصول خطة منافع التقاعد			21	14	11	2
إجمالي الأصول غير المتداولة	**29,962**	**44,355**	**47,103**	**44,370**	**46,279**	**124,026**
الأصول المتداولة						
المخزون	2,675	2,883	2,866	3,220	3,818	5,317
الذمم التجارية المدينة	6,212	6,290	5,979	6,108	6,341	6,369
حسابات ضريبية تحت التحصيل		82	132	84	62	262
حسابات مدينة أخرى	1,751	1,370	3,015	1,145	1,453	3,095
مدفوعات مقدمة	620	610	587	917	950	1,211
أوراق مالية		71	109	8	34	7
النقد ومعادلات النقد	5,165	1,758	2,240	2,490	2,249	2,857
مستحقات من الشركات الزميلة	327					
إجمالي الأصول المتداولة	**16,750**	**13,064**	**14,928**	**13,972**	**14,907**	**19,118**

162	34	109	328	279		أصول محتفظ بها لغرض البيع
143،306	**61,220**	**58,451**	**62,359**	**57,698**	**46,712**	**إجمالي الأصول**
						حقوق الملكية والالتزامات
						حقوق الملكية
3,051	1,526	1,526	1,526	1,526	1,278	أسهم رأس المال
52,470	17,095	16,071	16,442	13,558	9,998	الاحتياطيات
55,521	**18,621**	**17,597**	**17,968**	**15,084**	**11,276**	**حقوق المساهمين**
5,230	1,323	1,390	1,528	1,708	6,630	حصة الأقلية
60,751	**19,944**	**18,987**	**19,496**	**16,792**	**17,906**	**إجمالي حقوق الملكية**
						الالتزامات غير المتداولة
43,230	19,385	16,241	17,765	21,708	10,883	القروض
1,793	2,220	2,006	2,061	1,889	600	التزامات منافع التقاعد
9,803	2,191	2,425	2,362	2,334	1,167	التزامات ضريبية مؤجلة
1,498	249	366	195	189	360	المخصصات

التزامات أخرى	212	18	65	54	20	263
إجمالي الالتزامات غير المتداولة	**13,222**	**26,138**	**22,448**	**21,092**	**24,065**	**56,587**
الالتزامات المتداولة						
القروض	4,985	3,357	8,213	6,556	3,869	5,291
اقتراض من الشركات الزميلة	14					
الذمم الدائنة التجارية	4,173	4,074	4,513	5,147	5,833	7,993
إيداعات على عبوات قابلة للاسترداد	1,234	1,260	1,224	1,159	1,207	1,455
مؤونات	141	481	561	466	494	677
الضريبة	464	710	720	187	197	279
التزامات أخرى	4,573	4,886	5,174	4,856	5,611	9,905
إجمالي الالتزامات المتداولة	**15,584**	**14,768**	**20,405**	**18,371**	**17,211**	**25,600**
التزامات محتفظ بها لغرض البيع			10	1		368
إجمالي الالتزامات	**28,806**	**40,906**	**42,863**	**39,464**	**41,276**	**82,555**
إجمالي حقوق الملكية والالتزامات	**46,712**	**57,698**	**62,359**	**58,451**	**61,220**	**143,306**

الجدول رقم 3-7: بيان الدخل والميزانية للمجموعة X لأغراض التحليل المالي

بيان الدخل لأغراض التحليل المالي							
ملاحظات	**بيان الدخل (مليون ليرة)**	**السنة 3**	**السنة 4**	**السنة 5**	**السنة 6**	**السنة 7**	**السنة 8**
	الإيراد	47,345	49,690	51,847	55,753	60,111	76,557
	يطرح: الحسميات	(12,719)	(13,406)	(13,800)	(14,670)	(15,361)	(16,613)
	صافي الإيراد	34,626	36,284	38,047	41,083	**44,750**	**59,944**
1	تكلفة المبيعات	(15,527)	(16,465)	(17,218)	(18,426)	(20,787)	(28,756)
	مجمل الربح	**19,099**	**19,819**	**20,829**	**22,657**	**23,963**	**31,188**
1	تكاليف البيع والتوزيع	(11,298)	(12,095)	(12,623)	(13,317)	(13,668)	(16,814)
1	المصروفات الإدارية	(2,533)	(2,596)	(2,777)	(2,913)	(2,969)	(3,765)
	دخل تشغيلي آخر	575	612	876	660	933	1,178
	مصروفات تشغيلية أخرى			(465)	(393)	(448)	(450)
3	حصة من أرباح الشركات الزميلة (بعد الضريبة)	236	210	232	85	101	81

3	الضريبة على الربح من الشركات الزميلة	101	90	90	33	34	27
	الربح التشغيلي قبل البنود الاستثنائية	6,180	6,040	6,162	6,812	**7,946**	**11,445**
2	دخل استثنائي				602	–	–
2-1	مصروفات استثنائية	(382)	(583)	(386)	(560)	(324)	(1,309)
	الأرباح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA	5,798	5,457	5,776	6,854	**7,622**	**10,136**
1	الاستهلاك والإطفاء	(2,534)	(2,564)	(2,554)	(2,935)	(2,753)	(3,771)
	الأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT	3,264	2,893	3,222	3,919	4,869	6,365
	الضريبة	(590)	(382)	(521)	(858)	(1,038)	324
3	الضريبة على الربح من الشركات الزميلة	(101)	(90)	(90)	(33)	(34)	(27)
4	الوفر الضريبي، صافي المصروفات المالية	(143)	(346)	(347)	(240)	(300)	(864)
	صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	**2,431**	**2,075**	**2,264**	**2,788**	**3,497**	**5,798**

	دخل مالي	416	666	548	725	651	1,310
	مصروفات مالية	(891)	(1,818)	(1,788)	(1,582)	(1,852)	(4,766)
4	الضريبة على صافي المصروفات المالية	143	346	347	240	300	864
	صافي المصروفات المالية	(333)	(806)	(893)	(617)	**(901)**	**(2,592)**
	الربح بعد الضريبة	2,098	1,269	1,371	2,171	**2,596**	**3,206**
	رأس المال المستثمر (مليون ليرة)	**السنة 3**	**السنة 4**	**السنة 5**	**السنة 6**	**السنة 7**	**السنة 8**
	الأصول غير المتداولة						
	الأصول غير الملموسة	5,661	19,489	20,672	21,279	21,205	84,678
	الممتلكات والمصانع والمعدات	19,131	20,435	20,355	20,367	22,109	34,043
3	الاستثمارات في الشركات الزميلة	1,630	1,750	1,105	579	622	2,224
	ذمم مدينة	2,136	1,290	1,235	1,139	1,476	1,707
4	أصول ضريبية مؤجلة	732	867	1,005	822	733	1,254
	إجمالي الأصول غير المتداولة	**29,290**	**43,831**	**44,372**	**44,186**	**46,145**	**123,906**

	الأصول المتداولة						
	المخزون	2,675	2,883	2,866	3,220	3,818	5,317
6	الذمم التجارية المدينة	6,212	6,290	5,979	6,108	6,341	6,369
4	حسابات ضريبية تحت التحصيل		82	132	84	62	262
6	حسابات مدينة أخرى	1,751	1,370	3,015	1,145	1,453	3,095
	مدفوعات مقدمة	620	610	587	917	950	1,211
3	مستحقات من الشركات الزميلة	327					
	إجمالي الأصول المتداولة	**11,585**	**11,235**	**12,579**	**11,474**	**12,624**	**16,254**
	ديون بدون فائدة						
4	التزامات ضريبية مؤجلة	1,167	2,334	2,362	2,425	2,191	9,803
	المخصصات	360	189	195	366	249	1,498
	التزامات أخرى	212	18	65	54	20	263
	الذمم الدائنة التجارية	4,173	4,074	4,513	5,147	5,833	7,993
	إيداعات على عبوات قابلة للاسترداد	1,234	1,260	1,224	1,159	1,207	1,455

	مؤونات	141	481	561	466	494	677
	الضريبة	464	710	720	187	197	279
7	التزامات أخرى	4,374	3,828	4,043	4,157	4,687	6,497
3	اقتراض من الشركات الزميلة	14					
	إجمالي الديون بدون فائدة	**12,139**	**12,894**	**13,683**	**13,961**	**14,878**	**28,465**
	رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)	**28,736**	**42,172**	**43,268**	**41,699**	**43,891**	**111,695**
	إجمالي حقوق الملكية	**17,906**	**16,792**	**19,496**	**18,987**	**19,944**	**60,751**
	صافي الديون بفائدة						
	القروض	10,883	21,708	17,765	16,241	19,385	43,230
8	التزامات منافع التقاعد	600	1,889	2,061	2,006	2,220	1,793
	القروض	4,985	3,357	8,213	6,556	3,869	5,291
9	التزامات متاحة للبيع			10	1		368
7	فوائد مستحقة	199	425	526	337	321	681

7	المشتقات		633	605	362	603	2,727
	إجمالي الديون بفائدة	**16,667**	**28,012**	**29,180**	**25,503**	**26,398**	**54,090**
	الأوراق المالية	672	524	2,710	170	123	118
8	أصول خطة منافع التقاعد			21	14	11	2
	الأوراق المالية		71	109	8	34	7
5	النقد ومعادلات النقد	5,165	1,758	2,240	2,490	2,249	2,857
9	أصول محتفظ بها لأغراض البيع		279	328	109	34	162
	إجمالي الأصول بفائدة	**5,837**	**2,632**	**5,408**	**2,791**	**2,451**	**3,146**
	صافي الديون بفائدة	**10,830**	**25,380**	**23,772**	**22,712**	**23,947**	**50,944**
	رأس المال المستثمر	**28,736**	**42,172**	**43,268**	**41,699**	**43,891**	**111,695**

الملاحظة1: الاستهلاك والإطفاء وخسائر انخفاض قيمة الممتلكات والمصانع والمعدات والأصول غير الملموسة:

في بيان الدخل للمجموعة X، فإن بنود الاستهلاك والإطفاء وخسائر انخفاض قيمة الأصول معترف بها وظيفياً (التصنيف الوظيفي للمصروفات). لذلك يمكننا الاعتماد على الجدول رقم 3–8 في تحديد الاستهلاك والإطفاء وخسائر انخفاض القيمة خلال السنوات الست. حيث أن إعادة تصنيف الاستهلاك والإطفاء وخسائر انخفاض القيمة (بيان الدخل لأغراض التحليل المالي) يتيح إمكانية حساب الأرباح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء (EBITDA). ويعتبر هذا المقياس من مقاييس الأرباح المفيدة عند إعداد بيان التدفق النقدي. بالإضافة إلى ذلك فإن (EBITDA) مقياس مألوف عند تقييم الشركات وعند إجراء التحليل الائتماني. بالتالي، فإن تكلفة المبيعات وتكاليف البيع والتوزيع والمصروفات الإدارية والبنود الاستثنائية في بيان الدخل التحليلي لا تتضمن الاستهلاك والإطفاء وخسائر انخفاض القيمة.

الجدول رقم 3–8: التقرير السنوي للمجموعة X – إيضاح حول الاستهلاك والإطفاء وخسائر انخفاض القيمة

البنود (مليون ليرة)	السنة 3	السنة 4	السنة 5	السنة 6	السنة 7	السنة 8
تكلفة المبيعات	1,462	1,600	1,661	1,725	1,636	2,492
مصروفات البيع والتوزيع	874	738	709	856	860	778
المصروفات الإدارية	179	211	184	152	154	169
البنود الاستثنائية	19	15		202	103	332
الإجمالي	**2,534**	**2,564**	**2,554**	**2,935**	**2,753**	**3,771**

الملاحظة2: البنود الاستثنائية

تختلف البنود الاستثنائية بصورة ملحوظة عبر الزمن. ففي السنة السابعة بلغت (427) مليون ليرة، وإذا استبعدنا الاستهلاك وخسائر انخفاض القيمة تصبح (324) مليون ليرة، بينما في السنة الثامنة وصلت البنود الاستثنائية إلى (1,641) مليون ليرة، وعند استبعاد الاستهلاك وخسائر انخفاض القيمة أصبحت (1,309) مليون ليرة.

إن البنود الاستثنائية في المجموعة X تتضمن مصروفات انخفاض القيمة وتكاليف إعادة الهيكلة. لذلك هناك من يرى بأنه من الأفضل تضمين هذه البنود في الأرباح من العمليات وأن لا تصنف بشكل منفصل كبنود استثنائية. فعلى سبيل المثال، كل شركة بحاجة إلى تعديل مكوناتها التنظيمية وإعادة هيكلتها وذلك لكي تنافس وتبقى مستمرة في السوق.

في حال عدم تصنيف البنود الاستثنائية بشكل منفصل، وافترضنا إعادة تصنيفها ضمن البنود المكونة للربح التشغيلي قبل البنود الاستثنائية، فإن الجدول رقم 3–9 يبين كيفية توزيع البنود الاستثنائية على بنود الربح التشغيلي قبل البنود الاستثنائية. نلاحظ من خلال الجدول رقم 3–9 بأنه إذا تم إعادة تصنيف البنود الاستثنائية على أنها جزء من العمليات المتكررة للمجموعة X، فإن ذلك سيؤدي مثلاً إلى زيادة تكلفة المبيعات في السنة الثامنة بمبلغ (919) مليون ليرة.

الملاحظة3: الاستثمارات في الشركات الزميلة

تقوم المجموعة X بتصنيف البند المحاسبي " حصة من أرباح الشركات الزميلة بعد الضريبة" على أنه جزء من الربح التشغيلي قبل البنود الاستثنائية. وهذا التصنيف يدعم فكرة أن الدخل من الشركات الزميلة يجب أن يصنف كجزء من الربح التشغيلي.

الجدول رقم 3-9: توزيع البنود الاستثنائية على البنود المكونة للربح التشغيلي قبل البنود الاستثنائية

البنود (مليون ل.س)	السنة 8	السنة 7
تكلفة المبيعات	(919)	(145)
مصروفات البيع والتوزيع	(114)	(135)
المصروفات الإدارية	(226)	(44)
دخل تشغيلي آخر	27	29
مصروفات تشغيلية أخرى	(409)	(126)
انخفاض قيمة الشهرة		(6)
الإجمالي	**(1,641)**	**(427)**

لكن حصة المجموعة من أرباح الشركات الزميلة تقاس بعد الضريبة، لذلك نحن بحاجة لحساب الضريبة على الربح من الشركات الزميلة حتى يتسنى لنا حساب الربح التشغيلي قبل وبعد الضريبة. في الجدول رقم 3-10 سوف نحسب الضريبة على الربح من الشركات الزميلة وذلك باستخدام معدل الضريبة الحدي للمجموعة X خلال السنوات محل الدراسة.

الجدول رقم 3-10: حصة المجموعة X من أرباح الشركات الزميلة

البنود (مليون ليرة)	السنة 3	السنة 4	السنة 5	السنة 6	السنة 7	السنة 8
معدل الضريبة الحدي	%30	%30	%28	%28	%25	%25
حصة من أرباح الشركات الزميلة بعد الضريبة	236	210	232	85	101	81
الضريبة على الربح من الشركات الزميلة	101	90	90	33	34	27
حصة من أرباح الشركات الزميلة قبل الضريبة	337	300	322	118	135	108

الملاحظة4: الضرائب

في التقرير السنوي للمجموعة X، صنفت ضريبة الدخل كبند مستقل ضمن بيان الدخل. وكما هو معلوم، فإن ضريبة الدخل ترتبط بالبنود التشغيلية بالإضافة إلى ارتباطها بالبنود المالية (الدخل والمصروفات المالية). بناءً عليه، يتوجب على المحللين تقدير كل من الضرائب على الدخل التشغيلي وصافي المصروفات المالية. وهذا التقدير يعتمد على افتراضات متعددة، إلا أنه يتوجب على المحلل أن يختار بين استخدام معدل الضريبة الحقيقي أو معدل الضريبة الحدي. وطالما أن الدخل الخاضع للضريبة بالنسبة للمجموعة X كبير بما يكفي لتغطية صافي المصروفات المالية، لذلك فإن معدل الضريبة الحدي يبدو الخيار الأفضل. لكن هناك الكثير من الأمور الواجب أخذها بعين الاعتبار في حالة المجموعة X. أولاً، ربما تكون الشركة قد اقترضت في دول ذات معدلات ضريبية مختلفة عن معدل الضريبة المحلي للمجموعة X. ثانياً، إن البنود المالية تتضمن كافة الدخول والمصروفات المالية ولا تقتصر على دخل أو مصروف الفائدة.

إن الجدول رقم 3-11 يبين الدخل المالي والمصروفات المالية، حيث أن بنوداً محاسبية مثل التوزيعات، ومكاسب وخسائر فروقات أسعار الصرف، وتعديلات القيمة العادلة، وانخفاض قيمة الأصول المالية ودخل ومصروفات مالية أخرى مصنفة على أنها بنود مالية. إلا أن الإيضاحات المرفقة بالبيانات المالية للمجموعة X لا تفصح فيما إذا كانت مثل هذه البنود المالية خاضعة للضريبة أم لا، كما أنها لا تفصح عن المعدل الضريبي المطبق على تلك البنود في حال كانت خاضعة للضريبة. ولابد من الإشارة إلى أنه في حال أن البيانات المالية لا توفر معلومات حول المعدل الضريبي، فإننا نستخدم معدل الضريبة الحدي عند تقدير الوفر الضريبي.

الجدول رقم 3-11: الدخل والمصروفات المالية للمجموعة X

البنود (مليون ليرة)	السنة 8	السنة 7
الدخل المالي		
دخل الفائدة	249	186
توزيعات الأوراق المالية	21	19
تعديلات القيمة العادلة للأدوات المالية	556	
مكاسب فروقات أسعار الصرف		55
مكاسب محققة من التصرف بالشركات الزميلة والأوراق المالية	126	43
العائد المتوقع على أصول خطة المنافع المحددة	308	321
دخل مالي آخر	50	27
الإجمالي	**1,310**	**651**
المصروفات المالية		
مصروف الفائدة	2,635	1,262
تعديلات القيمة العادلة للأدوات المالية		65
خسائر فروقات أسعار الصرف	1,358	
خسائر محققة من التصرف بالأوراق المالية	5	20
انخفاض قيمة الأصول المالية	3	4
تكلفة الفائدة على الالتزامات، خطط المنافع المحددة	340	323
خسارة في أدوات مالية أخرى		73
مصروفات مالية أخرى	425	105
الإجمالي	**4,766**	**1,852**

أما بالنسبة للأصول الضريبية المؤجلة، فإنها تنجم بشكل عام عن الخسارة الضريبية المرحلة للأعوام القادمة أو عن الأصول (الالتزامات) المعترف بها في الميزانية بقيمة أدنى أو أعلى عما هي عليه لأغراض ضريبية. لكن المجموعة X لا تقدم المعلومات اللازمة لتمكين المحلل من تحديد فيما إذا كانت الخسارة الضريبية المرحلة مرتبطة بالعمليات أو بالتمويل. في معظم الحالات، فإن الأصول الضريبية مرتبطة بشكل مباشر بالعمليات حتى ولو كانت الخسارة الضريبية ناجمة عن أنشطة مالية كخسائر التصرف بالأوراق المالية مثلاً.

كذلك الالتزامات الضريبية المؤجلة تعالج بنفس الطريقة كبنود تشغيلية، حيث أنها تظهر كنتيجة للفروقات المؤقتة بين القيم الدفترية والقيم الضريبية.

الملاحظة5: النقد ومعادلات النقد

تحتاج الشركات إلى نقدية تشغيلية التي يمكن استخدامها لتمويل الاستثمارات القادمة أو لتكوين المخزون أو لدفع فواتير غير متوقعة. إن المجموعة X لا تفصح عن النقدية المطلوبة لتمويل العمليات، وتعالج النقد ومعادلات النقد على أنها نقدية زائدة عند تحديد رأس مالها المستثمر. وهذا يشير إلى أن بند النقد ومعادلات النقد يجب أن يعالج كنقدية زائدة.

إن دراسة بند النقد ومعادلات النقد للمجموعة X تبين بأنه يبقى في نهاية السنة (الربع الرابع) أقل عما هو عليه في بقية فترات السنة. وهذا يشير إلى أن النقد ومعادلات النقد في نهاية السنة غير مستثمرة في أصول تشغيلية خلال السنة المالية. وبالتالي، يبدو من المعقول تصنيف النقد ومعادلات النقد في نهاية السنة على أنها نقدية زائدة.

الملاحظة6: الذمم المدينة التجارية والذمم المدينة الأخرى

إن الجدول رقم 3−12 يتضمن الذمم المدينة كما تظهر في التقرير السنوي للمجموعة X عن السنة الثامنة.

الجدول رقم 3–12: التقرير السنوي للمجموعة X عن السنة 8 – إيضاح حول الذمم المدينة

الذمم المدينة		
البنود (مليون ليرة)	**السنة 8**	**السنة 7**
الذمم المدينة التجارية	6,369	6,341
ذمم مدينة أخرى	3,095	1,453
إجمالي الذمم المدينة المتداولة	9,464	7,794
الذمم المدينة غير المتداولة	1,707	1,476
الإجمالي	**11,171**	**9,270**
الذمم المدينة التجارية تتألف من مبيعات على الحساب، بالإضافة إلى قروض قصيرة الأجل للزبائن. الذمم المدينة الأخرى تتألف من مستحقات الضريبة على القيمة المضافة (VAT)، وقروض للشركات الزميلة، وفوائد دائنة تحت التحصيل و حسابات مالية أخرى تحت التحصيل. الذمم المدينة غير المتداولة تتكون بشكل رئيسي من القروض التجارية.		

من خلال الجدول السابق نلاحظ بأن المجموعة X تصنف القروض التجارية على أنها بنود تشغيلية. وهذا يشير إلى أن الفائدة على هذه القروض يجب أن يعترف بها على أنها دخل تشغيلي. لكن المعلومات المتعلقة بتلك الفوائد غير مفصح عنها في التقرير السنوي.

إن الذمم المدينة الأخرى تتألف من مستحقات الضريبة على القيمة المضافة (VAT)، وقروض للشركات الزميلة، وفوائد دائنة تحت التحصيل و حسابات مالية أخرى تحت التحصيل. ففي حين أن مستحقات الضريبة على القيمة المضافة تعتبر على أنها جزء من العمليات، إلا أن البنود الأخرى (قروض

للشركات الزميلة، وفوائد دائنة تحت التحصيل و حسابات مالية أخرى تحت التحصيل) من المحتمل أن تكون معالجة على أنها تحمل فائدة (أي أنها بنود مالية). لكن بدون وجود إيضاحات إضافية حول الذمم المدينة الأخرى، فإنه من غير الممكن فصل مستحقات الضريبة على القيمة المضافة (VAT) عن بقية البنود المكونة للذمم المدينة الأخرى. لذلك فقد عالجنا الذمم المدينة الأخرى في مثالنا على أنها أصول تشغيلية.

الملاحظة7: الالتزامات الأخرى

يتألف البند المحاسبي "الالتزامات الأخرى" من ضريبة القيمة المضافة VAT المستحقة الدفع، الرواتب والأجور المستحقة، وفوائد مستحقة الدفع، والقيمة العادلة لأدوات التحوط، والالتزامات المتعلقة بتملك منشآت، ومبالغ مستحقة للشركات الزميلة، ودخل مؤجل وأخرى (انظر إلى الجدول رقم 3−13).

تصنف الفوائد المستحقة الدفع والقيمة العادلة لأدوات التحوط على أنها التزامات مالية (أي أنها ضمن فئة الديون بفائدة). أما الالتزامات الأخرى المتبقية تصنف على أنها بنود تشغيلية.

الملاحظة8: أصول والتزامات خطة منافع التقاعد

ترتبط خطط منافع التقاعد بخطط المنافع المحددة. هذه الخطط تحمل المجموعة X المخاطر المتعلقة بالتطورات المستقبلية للتضخم، ومعدلات الفائدة، ونسبة الوفيات والعجز.

الجدول رقم 3-13: التقرير السنوي للمجموعة X – إيضاح حول الالتزامات الأخرى

الالتزامات الأخرى		
البنود (مليون ليرة)	**السنة 8**	**السنة 7**
التزامات غير متداولة	263	20
التزامات متداولة	9,905	5,611
الإجمالي	**10,168**	**5,631**
ضريبة القيمة المضافة VAT المستحقة الدفع	1,953	1,889
الرواتب والأجور المستحقة	1,434	980
فوائد مستحقة الدفع	681	321
القيمة العادلة لأدوات التحوط	2,727	603
الالتزامات المتعلقة بتملك منشآت	215	90
مبالغ مستحقة للشركات الزميلة	2	2
دخل مؤجل	1,172	171
أخرى	1,984	1,575
الإجمالي	**10,168**	**5,631**

مثالياً، إذا كانت خطط المنافع ممولة بالكامل، فإن صافي الالتزامات (القيمة الحالية للخطط المثبتة مطروحاً منها القيمة الحالية لأصول الخطة) يجب أن تساوي الصفر. وبما أن أصول خطة المنافع هي السبيل لتمويل التزامات التقاعد للمجموعة X، والتزامات التقاعد هذه تعتبر التزامات بفائدة (مخصومة إلى القيمة الحالية)، لذلك فإنه من المنطقي أن نعالج أصول والتزامات خطة المنافع على أنها أنشطة تمويلية.

الملاحظة9: أصول محتفظ بها لأغراض البيع

إن المجموعة X تصنف الأصول المحتفظ بها لغرض البيع والالتزامات المرتبطة بها كبنود مستقلة في الميزانية. وعند إعداد البيانات المالية لأغراض التحليل، فقد صنفنا الأصول المحتفظ بها لغرض البيع على أنها بند مالي، حيث أن التصرف بتلك الأصول سوف يخفض من حاجة المجموعة للاقتراض (أو يزيد النقد ومعادلات النقد). بناءً عليه، فإننا نستبعد الأصول المحتفظ بها لأغراض البيع والالتزامات المرتبطة بها من العمليات ونعالجها على أنها جزء من الأنشطة التمويلية.

رأس المال المستثمر للمجموعة X

لأغراض المقارنة فإن الجدول رقم 3-14 يتضمن رأس المال المستثمر المعلن عنه من قبل المجموعة X في السنة الثامنة بالمقارنة مع حسابنا لرأس المال المستثمر بالنسبة لنفس السنة. كما هو ملاحظ من الجدول فإن رأس المال المستثمر وفقاً لحسابات المجموعة X أعلى مما هو عليه وفقاً لحساباتنا. تقريباً هناك ثلاث بنود محاسبية تفسر الاختلاف:

1) الضريبة المؤجلة.
2) الذمم المدينة الأخرى.
3) المخصصات.

1) المجموعة X تستبعد الأصول الضريبية المؤجلة من رأس المال المستثمر بينما وفقاً لحسابنا اعتبرنا الأصول الضريبية المؤجلة على أنها أصول تشغيلية. علاوة على ذلك، فإن المجموعة لا تعالج الالتزامات الضريبية المؤجلة كما عولجت من قبلنا على أنها التزامات تشغيلية. وتفسير هذه الاختلافات يعود إلى أن المجموعة X تعتبر الأصول والالتزامات الضريبية المؤجلة وكأنها معادلات حقوق ملكية، وذلك على اعتبار أنه لن يتوجب

دفعها أبداً، وبالتالي يجب أن لا ينظر إليها على أنها أصل أو التزام وإنما كمعادل لحقوق الملكية.

2) لقد أشرنا سابقاً بأننا لم نحصل على المعلومات الضرورية التي تساعدنا في تقسيم بنود حساب الذمم المدينة الأخرى إلى بنود تشغيلية وتمويلية. ووفقاً لحساب المجموعة X، فإن القروض الممنوحة للشركات الزميلة والبالغة (6) مليون ليرة، وكذلك دخل الفائدة على الذمم المدينة والبالغ (1,470) مليون ليرة، قد تم استبعادهما من حساب الذمم المدينة الأخرى. أما بالنسبة لحسابنا لرأس المال المستثمر، فإننا لم نستبعد تلك الأصول من الذمم المدينة الأخرى.

3) المجموعة X تستبعد المخصصات المتعلقة بإعادة الهيكلة من الالتزامات التشغيلية. ومن الناحية التحليلية، فإن السؤال المطروح يتمثل في اختلاف معالجة بند إعادة الهيكلة عن البنود الأخرى للمخصصات مثل التزامات الكفالة والدعاوى القضائية ..... الخ.

بالعموم، فإن إعادة صياغة البيانات المالية لأغراض التحليل قد تكون من المهام الصعبة. فكما هو مبين في المثال السابق، فإن رأس المال المستثمر (والفصل بين الأرباح التشغيلية بعد الضريبة (NOPAT) وبين صافي المصروفات المالية بعد الضريبة) قد يكون مختلفاً وذلك اعتماداً على الافتراضات الأساسية المستخدمة في عملية الحساب. وفي حالة المجموعة X فقد كانت الإيضاحات مفصلة تقريباً، لكن مثل هذه المعلومات قد لا تكون متاحة في حالات أخرى، وهنا سوف يعتمد المحللون على معرفتهم وخبرتهم في الحكم على مثل هذه القضايا.

الجدول رقم 3-14: رأس المال المستثمر للمجموعة X

رأس المال المستثمر للمجموعة X في السنة 8			
البنود (مليون ليرة)	**رأس المال المستثمر وفقاً لـــ**		**الفروقات**
	حساب المجموعة X	**حسابنا**	
إجمالي الأصول	143,306	143,306	0
الضريبة المؤجلة	(1,254)		(1,254)
قروض للشركات الزميلة	(6)		(6)
دخل الفائدة على الذمم المدينة	(1,470)		(1,470)
الأوراق المالية	(125)	(125)	0
النقد ومعادلات النقد	(2,857)	(2,857)	0
الأصول المحتفظ بها لغرض البيع	(162)	(162)	0
أصول خطة منافع التقاعد		(2)	2
إجمالي الأصول التشغيلية	**137,432**	**140,160**	**(2,728)**
الذمم الدائنة التجارية	(7,993)	(7,993)	0
إيداعات على عبوات قابلة للاسترداد	(1,455)	(1,455)	0
المخصصات، باستثناء إعادة الهيكلة	(1,572)	(2,175)	603
الضريبة	(279)	(279)	0
الدخل المؤجل	(1,172)	(1,172)	0

التزامات إيجار تمويل	(47)		(47)
التزامات أخرى	(5,588)	(5,588)	0
التزامات ضريبية أخرى		(9,803)	(9,803)
إجمالي الالتزامات التشغيلية	**(18,106)**	**(28,465)**	**10,359**
رأس المال المستثمر	**119,326**	**111,695**	**7,631**

أسئلة الفصل الثالث

1) ما هي المجالات التحليلية الثلاثة التي تظهر فيها أهمية التحليل باستخدام النسب المالية؟

2) ما هي الصعوبات التي تواجهنا عند تنفيذ تحليل السلسلة الزمنية؟

3) ما هي الصعوبات التي تواجهنا عند تنفيذ تحليل القطاعات المشتقة؟

4) ما هي أهمية التمييز بين الأنشطة التشغيلية والأنشطة التمويلية؟

5) ما هو صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT؟

6) ما هو تعريف رأس المال المستثمر؟

7) ما التحديات التي يواجهها المحلل عند قياس صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT ورأس المال المستثمر.

8) حل المسألة التالية:

ليكن لديك المعلومات التالية العائدة لمكتب الحكيم خلال الشهر الأول لعام 2015:

البنود	المبلغ (ألف ليرة)
الإيرادات	400
المصروفات التشغيلية	180
الدخل المالي	10
المصروفات المالية	30
الضريبة	60

بناءً عليه:

1) الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة EBIT:

a) 200 ألف ليرة.

b) 220 ألف ليرة.

c) 230 ألف ليرة.

d) غير ذلك.

2) الربح قبل الضريبة EBT:

a) 200 ألف ليرة.

b) 220 ألف ليرة.

c) 230 ألف ليرة.

d) غير ذلك.

3) الربح الصافي:

a) 200 ألف ليرة.

b) 160 ألف ليرة.

c) 140 ألف ليرة.

d) غير ذلك.

4) صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT:

a) 220 ألف ليرة.

b) 154 ألف ليرة.

c) 66 ألف ليرة.

d) غير ذلك.

5) صافي المصروفات المالية بعد الضريبة:

a) 14 ألف ليرة.

b) 26 ألف ليرة.

c) 18 ألف ليرة.

d) غير ذلك.

6) معدل الضريبة:

a) 25%.

b) 30%.

c) 35%.

d) غير ذلك.

9) حل المسألة التالية:

ليكن لديك ميزانية شركة الشرق كما تظهر في 2015/12/31:

ميزانية شركة الشرق في 2015/12/31

البنود	المبلغ (مليون ليرة)
الأصول	
الأصول غير الملموسة والملموسة	134
إجمالي الأصول غير المتداولة	134
المخزون	162
حسابات تحت التحصيل	29
النقد ومعادلات النقد	25
إجمالي الأصول المتداولة	216
إجمالي الأصول	**350**
حقوق الملكية والالتزامات	
حقوق الملكية	200
القروض (ديون بفائدة)	50
إجمالي الالتزامات غير المتداولة	50
القروض (ديون بفائدة)	50
مستحقات ضريبية	8

حسابات مستحقة الدفع	42
إجمالي الالتزامات المتداولة	100
إجمالي حقوق الملكية والالتزامات	**350**

المطلوب:

حساب رأس المال المستثمر لشركة الشرق في 2015/12/31 انطلاقاً من النقطتين التاليتين:

1) رأس المال المستثمر يمثل صافي الأصول التشغيلية.
2) رأس المال المستثمر يمثل الأموال المستخدمة لتمويل العمليات.

الفصل الرابع

تحليل الربحية

Profitability analysis

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- إدراك بنية تحليل الربحية.
- تحديد وحساب وتفسير نسب مالية رئيسية مثل العائد على رأس المال المستثمر، وهامش الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر.
- معرفة محددات استخدام العائد على رأس المال المستثمر.
- إدراك أهمية اتجاه ومستوى النسب المالية الرئيسية.
- إدراك أن اختبار الأداء يعتمد نموذجياً على المقارنة مع معدل العائد المطلوب أو مع المنافسين.
- إعداد تحليل الحجم المشترك بالإضافة إلى تحليل الاتجاه.
- إدراك تأثير الرفع المالي على الربحية.
- التمييز بين الحالات التي يتوجب معها قياس النسب المالية قبل الضريبة وتلك الحالات التي تستوجب قياس النسب المالية بعد الضريبة.

تحليل الربحية

يعتبر قياس ربحية الشركة من المجالات الرئيسية في التحليل المالي. فالربحية من المؤشرات الهامة لضمان بقاء الشركة واستمرارها في المستقبل، ولضمان عائد مقبول لحملة الأسهم. وإذا كان مؤشر الربحية في وضع جيد ومستقر، فهذا يدل على قوة اقتصادية ويساعد الشركة في المحافظة على علاقات ايجابية مع الزبائن والموردين. كما أن الربحية التاريخية من العناصر الهامة في تحديد التوقعات والتوجهات المستقبلية للشركة.

في هذا الفصل سوف نتطرق للموضوعات التالية:

- قياس الربحية التشغيلية.
- تفسيرات بديلة للعائد على رأس المال المستثمر.
- تفكيك العائد على رأس المال المستثمر.
- تحليل هامش الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر.
- العائد على الملكية.

أولاً_ قياس الربحية التشغيلية:

إن الشكل رقم 4-1 يوضح هيكل تحليل الربحية والعلاقات المتداخلة فيما بين النسب المرتبطة بالعمليات. في القسم التالي سوف نحدد نسب الربحية ونقدم توصيفاً للعلاقات المتداخلة فيما بينها. ولابد من الإشارة إلى أن تحديد نسب الربحية المرتبطة بالعمليات يعتمد على البيانات المالية (بيان الدخل – الميزانية) لأغراض التحليل المالي كما وصفت في الفصل السابق.

يعتبر العائد على رأس المال المستثمر ROIC بمثابة المقياس الإجمالي للربحية التشغيلية. هذه النسبة تعبر عن العائد على رأس المال المستثمر في صافي الأصول التشغيلية للشركة كنسبة مئوية والتي يجب مقارنتها مع العوائد على

استثمارات بديلة لها نفس درجة المخاطر. ويمكن قياس العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة كما يلي:

العائد على رأس المال المستثمر ROIC =

(صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT / رأس المال المستثمر) * 100

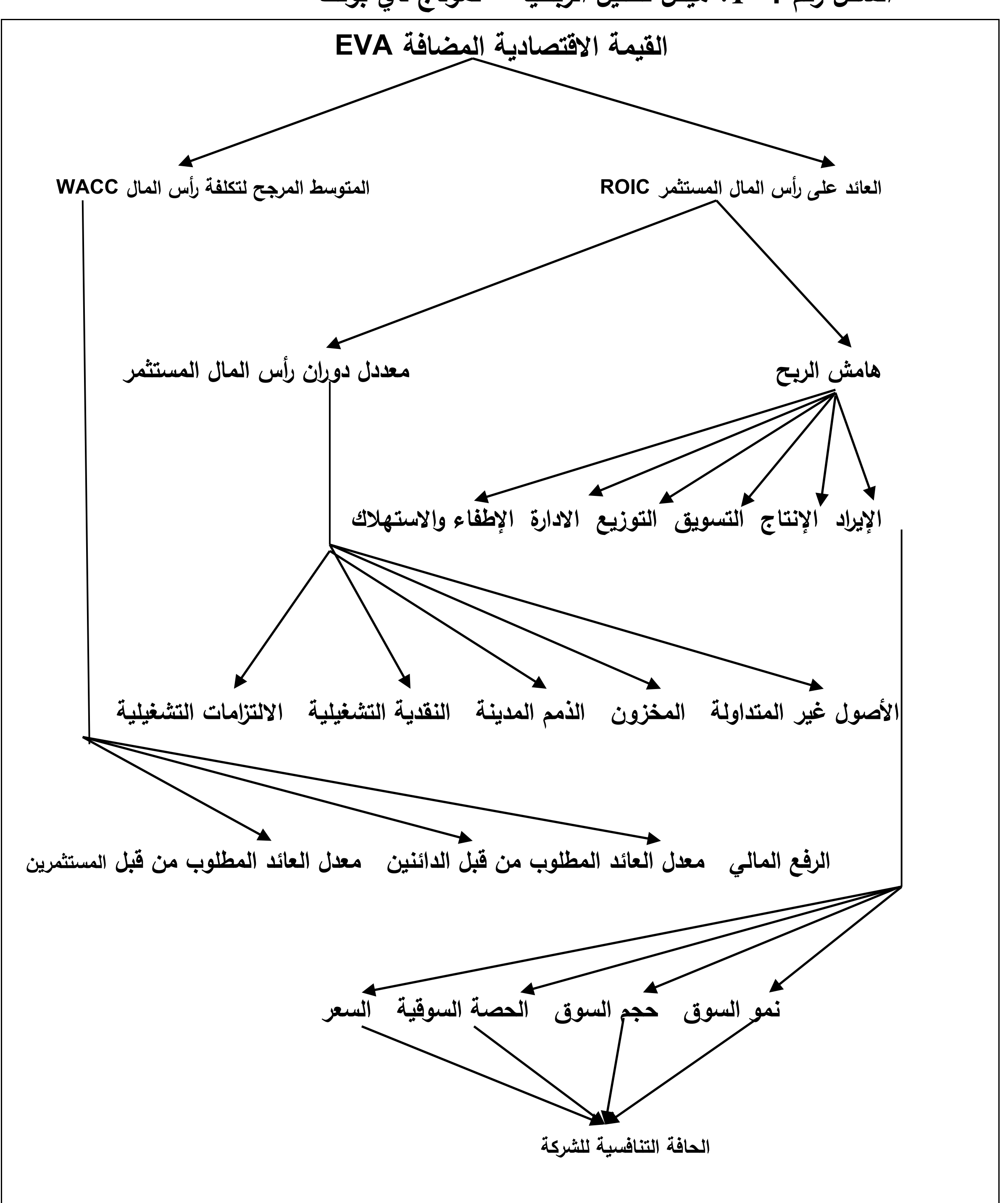
أما بالنسبة للعائد على رأس المال المستثمر قبل الضريبة، فيمكن قياسه كما يلي:

العائد على رأس المال المستثمر ROIC =

(الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT / رأس المال المستثمر) * 100

إن العائد على رأس المال المستثمر من النسب الهامة. فعند تقييم الشركات، إذا كان معدل العائد أعلى فهذا يؤدي إلى قيمة تقديرية أعلى للشركة. أما عند التحليل الائتماني لغرض الإقراض، فكلما كان معدل العائد أعلى كلما أدى ذلك إلى زيادة فرص الشركة في الحصول على قروض من جهة، وفي تخفيض تكلفة التمويل من جهة أخرى.

الشكل رقم 4-1: هيكل تحليل الربحية – نموذج دي بونت



فيما يلي مثال رقمي بسيط لتوضيح كيفية حساب العائد على رأس المال المستثمر (بعد الضريبة):

البنود	المبلغ (مليون ليرة)
الإيرادات	200
المصروفات التشغيلية	(90)
الأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT	**110**
الضريبة على EBIT	(33)
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	**77**
صافي المصروفات المالية	(10)
الوفر الضريبي (ناجم عن التمويل بالاقتراض)	3
صافي المصروفات المالية بعد الضريبة	**(7)**
الأرباح الصافية (الأرباح التشغيلية بعد الضريبة + صافي المصروفات المالية بعد الضريبة)	**70**

رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)	**550**
إجمالي الأصول	700
النقد ومعادلات النقد	(50)
حسابات مستحقة الدفع والمستحقات الضريبية	(100)
رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)	**550**
رأس المال المستثمر (مصادر التمويل)	
حقوق الملكية	400
القروض (غير متداولة)	100
القروض (متداولة)	100

النقد ومعادلات النقد	(50)
رأس المال المستثمر (مصادر التمويل)	**550**

العائد على رأس المال المستثمر = (77 / 550) * 100 = 14%

هذا يدل على أن الشركة قادرة على توليد عائد قدره (14) ليرة مقابل كل (100) ليرة مستثمرة في العمليات.

فيما يلي سنقوم بحساب معدل العائد على رأس المال المستثمر بالنسبة للمجموعة X خلال السنوات الخمس الماضية. نتائج الحساب ملخصة بالجدول رقم 4-1.

الجدول رقم 4-1: العائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X

العائد على رأس المال المستثمر	**السنة 4**	**السنة 5**	**السنة 6**	**السنة 7**	**السنة 8**
	%5.9	%5.3	%6.6	%8.2	%7.5

لابد من الإشارة إلى أننا قد اعتمدنا في الحساب على البيانات المالية (بيان الدخل والميزانية) لأغراض التحليل المالي التي تمت مناقشتها في الفصل السابق. كما اعتمدنا في العمليات الحسابية على متوسط رأس المال المستثمر.

عند تفسير العائد على رأس المال المستثمر والنسب الرئيسية الأخرى، فإنه من المهم تناول القضايا التالية:

1) مستوى العائد.
2) النمو في العائد عبر الزمن.

1) تقييم مستوى العائد:

عند تقييم العائد على رأس المال المستثمر، فإنه من المهم تحديد فيما إذا كان العائد عند مستوى مقبول أم لا. هناك أسلوبين لتحديد ذلك:

- تقدير معدل العائد المطلوب (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال – WACC).

- المقارنة مع المنافسين (اختبار الأداء).

يمكن أن نلاحظ من خلال الميزانية المعدة لأغراض التحليل المالي بأن رأس المال المستثمر يتألف من صافي الأصول التشغيلية أو صافي الديون بفائدة مضافاً لها حقوق حملة الأسهم. ولكي نتمكن من تقدير تكلفة رأس المال التي تعكس العائد المطلوب على رأس المال المستثمر، فإنه من الضروري أن نعرف:

- صافي الديون بفائدة.
- حقوق حملة الأسهم.
- معدل الفائدة على الديون بعد الضريبة.
- معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم.

يدعى إجمالي معدل العائد المطلوب بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) والذي يمكن حسابه كالآتي:

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) =

[القيمة السوقية لصافي الديون بفائدة / (القيمة السوقية لصافي الديون بفائدة + القيمة السوقية لحقوق الملكية)] * معدل الفائدة على صافي الديون بفائدة * (1− معدل الضريبة) + [القيمة السوقية لحقوق الملكية / (القيمة السوقية لصافي الديون بفائدة + القيمة السوقية لحقوق الملكية)] * معدل العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم

لابد من الإشارة إلى أن الفصل التاسع يتضمن مناقشة لكيفية حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بالتفصيل. إن اقتطاع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من العائد على رأس المال المستثمر يمثل القيمة الاقتصادية المضافة EVA. وكما ذكرنا سابقاً، فإن القيمة الاقتصادية المضافة تعني الأرباح الزائدة، أو الريع الاقتصادي أو الربح الاقتصادي.

القيمة الاقتصادية المضافة EVA =

(العائد على رأس المال المستثمر – المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) * رأس المال المستثمر

يمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال العائد المتوقع على رأس المال المستثمر. فإذا كان العائد على رأس المال المستثمر ROIC أكبر من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC، فإن الشركة تخلق عائداً زائداً أو قيمة اقتصادية مضافة (قيمة لحملة الأسهم). فالربح المحاسبي (الربح التشغيلي) لا يعني بالضرورة خلق قيمة. ولكي يخلق هذه القيمة، فإن الربح المحاسبي المقاس كنسبة مئوية من رأس المال المستثمر ROIC يجب أن يتجاوز تكلفة رأس المال WACC.

فعلى سبيل المثال، إذا افترضنا بأن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC بالنسبة للمجموعة X (8%) خلال السنوات الخمس الماضية. هذا يعني بأن المجموعة لم تخلق قيمة لحملة أسهمها إلا في السنة السابعة فقط، حيث بلغ العائد على رأس المال المستثمر في تلك السنة (8.2%) وهو أكبر من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال الذي افترضناه (8%).

الطريقة البديلة لتقدير مستوى العائد على رأس المال المستثمر تتمثل بمقارنته مع أداء المنافسين. مثل هذه المقارنة تدعى بتحليل القطاعات المشتقة وبالتالي يجب أن يؤخذ بالحسبان القضايا المتعلقة بتحليل القطاعات المشتقة والمشار إليها في مقدمة الجزء الثاني من هذا الكتاب.

لتوضيح كيفية تنفيذ تحليل القطاعات المشتقة، سوف نقوم بالمقارنة بين المجموعة X والمجموعة Y. إن الجدول رقم 4-2 يتضمن العائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X مقارنة مع المجموعة Y.

الجدول رقم 4-2: مقارنة العائد على رأس المال المستثمر بين المجموعتين X & Y

العائد على رأس المال المستثمر ROIC	السنة 4	السنة 5	السنة 6	السنة 7	السنة 8
في المجموعة X	%5.9	%5.3	%6.6	%8.2	%7.5
في المجموعة Y	%18	%13.8	%19.3	%13	%6.5

تركز كل من الشركتين على إنتاج وبيع المشروبات، والشركتين ضمن الخمس الكبار على مستوى العالم في قطاع المشروبات، وبالتالي فإنهما قابلتان للمقارنة.
إن المجموعة X تمكنت في السنة الثامنة فقط من تحقيق عائد على رأس المال المستثمر ROIC يتجاوز العائد في المجموعة Y. وبالتالي، فإن مستوى الربحية للمجموعة X أقل بالمقارنة مع المجموعة Y خلال الفترة محل الدراسة.
ولابد من التنويه إلى أن مقارنة الربحية بين المجموعتين X & Y يبين بأن هذه الطريقة مناسبة أيضاً في تحديد الممارسة المثلى. حيث أن بعض الشركات تستغل الفرصة وتستفيد من المقارنة في جمع المعلومات وإثارة أفكار جديدة عن طريق تحليل قدرة المنافسين على خلق القيمة.

2) تقييم اتجاه التطور في النسب المالية:

القضية الثانية الواجب أخذها بعين الاعتبار عند تقييم العائد على رأس المال المستثمر والنسب المالية الرئيسية الأخرى تتمثل في تحديد فيما إذا كانت النسبة تتطور بشكل مقبول عبر الزمن. مثل هذا التقييم يمكن تنفيذه عن طريق قياس تطور النسبة بالمقارنة مع شركات أخرى. بالعودة إلى الجدول رقم 4-2 الذي يتضمن العائد على رأس المال المستثمر خلال الخمس سنوات الماضية بالنسبة للمجموعتين X & Y، يمكن أن نلاحظ بأن المجموعة Y بشكل عام أكثر ربحية من المجموعة X. لكن المجموعة Y تعاني من تناقص في العائد على رأس المال

المستثمر بينما المجموعة X تمكنت من تحسين العائد خلال الفترة محل الدراسة. وفي السنة الثامنة، فإن العائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X تجاوز العائد للمجموعة Y. باختصار، فإن ربحية المجموعة X بشكل عام أقل بالمقارنة مع المجموعة Y، لكن وعلى الرغم من ذلك فإن المجموعة X قادرة على تحسين العائد على رأس المال المستثمر عبر الزمن.

بالنسبة للشركات المدرجة بالبورصة حيث أن القيمة السوقية للشركة معروفة، فإنه من الممكن حساب التوقع الضمني لتطور الربحية. هذا النوع من التحليل يزود الإدارة بدليل يمكن الاسترشاد به فيما يتعلق بالربحية المستقبلية للشركة من وجهة نظر السوق. وهذه الطريقة موضحة بالاعتماد على التقرير السنوي والقيمة السوقية للمجموعة X. ولحساب العائد الضمني على رأس المال المستثمر، فقد اعتمدنا على نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA كالآتي:

القيمة السوقية لحقوق الملكية =

القيمة الدفترية لحقوق الملكية + [(العائد على رأس المال المستثمر – المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) * رأس المال المستثمر] / (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال – النمو في القيمة الاقتصادية المضافة)

كما هو مبين أعلاه، فإن القيمة السوقية لحقوق الملكية لا يمكن أن تزيد على القيمة الدفترية إلا إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة أكبر من الصفر أي أن العائد على رأس المال المستثمر أكبر من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. وبافتراض معدل نمو ثابت ومعدل عائد مطلوب ثابت WACC، فإن العائد الضمني (المستقبلي) على رأس المال المستثمر يمكن أن يحسب كالآتي:

العائد على رأس المال المستثمر ROIC =
[[(القيمة السوقية لحقوق الملكية – القيمة الدفترية لحقوق الملكية) * (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال – النمو في القيمة الاقتصادية المضافة)] / رأس المال المستثمر] + المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

مثال توضيحي:

إذا توافرت لديك المعلومات التالية المتعلقة بالمجموعة X:

- القيمة السوقية لحقوق الملكية: 53.2 مليون ليرة.
- القيمة الدفترية لحقوق الملكية: 55.5 مليون ليرة.
- رأس المال المستثمر: 111.7 مليون ليرة.

وإذا افترضنا بأن معدل النمو بين صفر و 3%، وأن معدل العائد المطلوب WACC بين 8% إلى 9%. بناءً على الافتراضات السابقة، سوف نقوم بحساب التوقعات الضمنية للعائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X.

إن النتائج مبينة في الجدول رقم 4–3. فعلى سبيل المثال، إذا كان معدل النمو 2% ومعدل العائد المطلوب WACC 8%، فإن السوق تتوقع للمجموعة X أن تحقق عائداً على رأس المال المستثمر يبلغ 7.9%. وبالتالي، فإنه مع عائد على رأس المال المستثمر يبلغ 7.9%، فإن القيمة السوقية لحقوق الملكية تبلغ 53.2 مليون ليرة. وكما يظهر في الجدول رقم 4–3، فإن التوقعات الضمنية للعائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X يتراوح بين 7.8% و 8.9%.

الجدول رقم 4–3: التوقعات الضمنية للعائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X

		معدل العائد المطلوب WACC		
		%8	%8.5	%9
معدل النمو	%0	%7.8	%8.3	%8.8

	%1	%7.9	%8.3	%8.8
	%2	%7.9	%8.4	%8.9
	%3	%7.9	%8.4	%8.9

بالإضافة إلى ذلك، فلابد من مقارنة العائد المتوقع على رأس المال المستثمر من منظور السوق مع متوسط العائد المحقق خلال السنوات الخمس الماضية (من السنة 4 إلى السنة 8) والبالغ 6.7%. ومن خلال هذه المقارنة نلاحظ بأن العائد على رأس المال المستثمر للمجموعة X في اتجاه متزايد. وقد كان العائد على رأس المال المستثمر في السنة المالية الأخيرة 7.5%، وبالتالي، وحسب توقعات السوق هناك تحسن طفيف في العائد على رأس المال المستثمر في السنوات القادمة. وطالما أن القيمة السوقية للمجموعة X مماثلة تقريباً لقيمتها الدفترية، فليس لمعدل النمو من أهمية تذكر. وهذا يفسر عدم وجود انحرافات في التوقعات الضمنية للعائد على رأس المال المستثمر عند معدلات مختلفة للنمو.

بناءً عليه، فقد يكون من المفيد بالنسبة للمحللين القيام بتقدير العائد الضمني لما له من أهمية في توضيح التوقعات حول الربحية في المستقبل. وفي حالة المجموعة X، فإنه يتوجب على المحلل أن يقدر فيما إذا كانت المجموعة قادرة في المستقبل على تحسين العائد على رأس المال المستثمر ROIC من 7.5% إلى (7.8% – 8.9%).

ثانياً_ تفسيرات بديلة للعائد على رأس المال المستثمر:

عند تقييم العائد على رأس المال المستثمر، فإنه من المهم إدراك وفهم المعلومات التي يمكن استنتاجها من النسبة (نسبة العائد). يرى الكثير من المحللين بأن التحسن الكبير والإيجابي في العائد على رأس المال المستثمر يمكن أن يكون عاملاً جاذباً، وذلك لأنه يشير إلى زيادة خلق القيمة في الشركة. وغالباً ما يكون

ذلك صحيحاً، لكن هناك بعض الاعتبارات الواجب أخذها بالحسبان عند تفسير العائد على رأس المال المستثمر. فعلى سبيل المثال، فإن العائد على رأس المال المستثمر ROIC يتأثر بما يلي:

1) الاختلافات في السياسات المحاسبية.
2) متوسط عمر الأصول.
3) الاختلافات في المخاطر التشغيلية.
4) دورة حياة المنتج.

1) الاختلافات في السياسات المحاسبية:

إنه من المهم أن لا تختلف السياسات المحاسبية عبر الزمن (تحليل السلسلة الزمنية) وعبر الشركات (تحليل القطاعات المشتقة). فعند ثبات السياسات المحاسبية، فإن التغيرات في العائد على رأس المال المستثمر عبر الزمن وعبر الشركات لا تعزى إلى التغيرات في السياسات المحاسبية وإنما تعزى إلى التغيرات في ربحية العمليات.

وفي هذا السياق، يتوجب على المحلل فحص جودة البيانات المتاحة للتحليل وتحديد أثر التغيرات في السياسات المحاسبية.

2) متوسط عمر الأصول:

في النظرية المالية يستخدم معدل العائد الداخلي IRR على أنه نسبة مالية لقياس العائد على رأس المال المستثمر. حيث أن معدل العائد الداخلي يبين توقعات المستثمرين لمتوسط الربح السنوي (معبر عنه بنسبة مئوية) خلال عمر المشروع. ولكي نحسب معدل العائد الداخلي IRR، فإن يتوجب على المحلل تقدير كافة التدفقات النقدية المستقبلية. ولتوضيح كيفية حساب معدل العائد الداخلي IRR يمكن أن نضرب المثال التالي:

إذا افترضنا أن مستثمر يرغب بالاستثمار في مشروع للمحركات المدارة بطاقة الرياح، وأن التكلفة الإجمالية للاستثمار (100) مليون ليرة، والعمر المتوقع للمشروع (20) سنة. وعلى افتراض أنه قد تم تقدير التدفقات النقدية المستقبلية بمبلغ (11.75) مليون ليرة سنوياً. بالاعتماد على البيانات السابقة، فإنه من الممكن تقدير معدل العائد الداخلي IRR بـ 10% (تم تقدير معدل العائد الداخلي بالاعتماد على أنه المعدل الذي يجعل صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية تساوي الصفر). بالتالي، فإن الاستثمار سوف يعطي في كل سنة من سنوات المشروع العشرين عائداً سنوياً بنسبة 10%.

إن العائد على رأس المال المستثمر ROIC يمثل المعادل المحاسبي لمعدل العائد الداخلي IRR. وعملياً، غالباً ما يتم استخدام العائد على رأس المال المستثمر ROIC، وذلك لأن معدل العائد الداخلي IRR يعتمد على التوقعات والتقديرات بينما العائد على رأس المال المستثمر ROIC يعتمد على أرقام محققة مما يجعل النسبة أكثر موثوقية وأسهل للتقدير. وإذا استخدمنا المعلومات المذكورة أعلاه والمتعلقة بمشروع المحركات المدارة بطاقة الرياح، فإنه من الممكن تقدير المعدل السنوي للعائد على رأس المال المستثمر ROIC الذي يكافئ معدل العائد الداخلي IRR (الجدول رقم 4-4).

الجدول رقم 4-4: تقدير معدل العائد الداخلي IRR

	1	2	3	4	5
السنة	**صافي التدفق النقدي الداخل**	**الاستهلاك**	**(1-2) الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT**	**(4-2) رأس المال المستثمر (نهاية السنة)**	**(4/3) ROIC = IRR**
0				100	

1	11.75	1.7	10	98	%10
2	11.75	1.9	9.8	96	%10
3	11.75	2.1	9.6	94	%10
4	11.75	2.3	9.4	92	%10
5	11.75	2.6	9.2	89	%10
6	11.75	2.8	8.9	87	%10
7	11.75	3.1	8.7	83	%10
8	11.75	3.4	8.3	80	%10
9	11.75	3.7	8	76	%10
10	11.75	4.1	7.6	72	%10
11	11.75	4.5	7.2	68	%10
12	11.75	5	6.8	63	%10
13	11.75	5.5	6.3	57	%10
14	11.75	6	5.7	51	%10
15	11.75	6.6	5.1	45	%10
16	11.75	7.3	4.5	37	%10
17	11.75	8	3.7	29	%10
18	11.75	8.8	2.9	20	%10
19	11.75	9.7	2	11	%10
20	11.75	10.7	1.1	0	%10

كما هو مبين في الجدول رقم 4-4، فإن الاستهلاك يجب أن يزداد عبر الزمن. ولضمان أن معدل العائد الداخلي IRR يساوي العائد على رأس المال المستثمر

ROIC يجب تبني طريقة الاستهلاك المتزايد. لكن في الحقيقة، ولأغراض إعداد التقارير الخارجية، فإن معظم الشركات تستخدم طريقة القسط الثابت في احتساب الاستهلاك. وبالتالي، فإن الانتقال من طريقة قسط الاستهلاك المتزايد إلى قسط الاستهلاك الثابت يعطينا صورة أكثر واقعية عن الممارسات الفعلية لإعداد التقارير. وباستخدام طريقة قسط الاستهلاك الثابت، فإن العائد على رأس المال المستثمر ROIC يزداد عبر الزمن كما هو موضح في الجدول رقم 4-5.

الجدول رقم 4-5: تقدير العائد على رأس المال المستثمر ROIC

	1	2	3	4	5
السنة	**صافي التدفق النقدي الداخل**	**الاستهلاك**	**(2-1) الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT**	**(4-2) رأس المال المستثمر (نهاية السنة)**	**(4/3) ROIC**
0				100	
1	11.75	5	6.7	95	%6.7
2	11.75	5	6.7	90	%7.1
3	11.75	5	6.7	85	%7.5
4	11.75	5	6.7	80	%7.9
5	11.75	5	6.7	75	%8.4
6	11.75	5	6.7	70	%9
7	11.75	5	6.7	65	%9.6
8	11.75	5	6.7	60	%10.4
9	11.75	5	6.7	55	%11.2
10	11.75	5	6.7	50	%12.3

11	11.75	5	6.7	45	%13.5
12	11.75	5	6.7	40	%15
13	11.75	5	6.7	35	%16.9
14	11.75	5	6.7	30	%19.3
15	11.75	5	6.7	25	%22.5
16	11.75	5	6.7	20	%27
17	11.75	5	6.7	15	%33.7
18	11.75	5	6.7	10	%45
19	11.75	5	6.7	5	%67.5
20	11.75	5	6.7	0	%134.9

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن العائد على رأس المال المستثمر ROIC في بداية المشروع أقل من معدل العائد الداخلي IRR، بينما العكس صحيح عند نهاية المشروع. وإذا استبعدنا الفترة الواقعة بين السنة (6) والسنة (10) حيث أن العائد على رأس المال المستثمر ROIC ضمن هذه الفترة يعتبر مؤشر مقبول لمعدل العائد الداخلي، فإن المعلومات المشتقة من العائد على رأس المال المستثمر ROIC بالنسبة للفترات الإضافية أي في السنوات (1–5) وفي السنوات (11–20) قد تؤدي إلى التضليل واتخاذ قرارات غير رشيدة.

3) الاختلاف في المخاطر التشغيلية:

وفقاً للنظرية الاقتصادية، فإن المستثمرين يطالبون بتعويض لقاء زيادة المخاطر التي يتحملونها. فالعلاقة بين المخاطر والعائد علاقة طردية، حيث كلما ازدادت المخاطر كلما ازداد العائد المتوقع. وإذا افترضنا عدم الاعتماد على الرفع المالي، يمكن تقدير العائد المتوقع باستخدام المعادلة التالية:

العائد المتوقع = معدل العائد الخالي من المخاطرة + معامل بيتا * علاوة المخاطرة

حيث أن معامل بيتا مقياس إحصائي للمخاطر النظامية (المخاطر التشغيلية) التي تتعلق بأحداث وأخبار ذات أهمية وتأثير على جميع الشركات، أي أن المخاطر النظامية تتميز بالعمومية والشمولية حيث أن تأثيرها يشمل معظم قطاعات السوق ولا ينحصر بشركة أو استثمار ما.

وإذا افترضنا بأن المخاطر التشغيلية قد حددت بشكل ملائم ومقبول ضمن قطاعات السوق المختلفة، فإنه يصبح من الممكن حساب العائد المتوقع بالنسبة لأي شركة ضمن قطاع ما. على سبيل المثال، إذا كان معدل العائد الخالي من المخاطرة (4%) وعلاوة المخاطرة (4.5%)، ومعامل بيتا بالنسبة للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة (0.79). وفقاً للافتراضات السابقة، فإن العائد المتوقع يبلغ (7.6%). في الفصل التاسع (تكلفة رأس المال)، سوف نناقش بالتفصيل منهجية تقدير معدل العائد المطلوب.

بناءً عليه، فإن العائد المطلوب من قبل المستثمرين مرتبط بالقطاع. على سبيل المثال، فإن معدل العائد الذي يطلبه المستثمر في قطاع توزيع النفط والغاز يصل إلى حوالي 6.3% (على افتراض معامل بيتا 0.52)، بينما قد يصل إلى حوالي 13.1% في قطاع التجارة الالكترونية نظراً للمخاطر الهامة التي يتضمنها هذا القطاع (معامل بيتا 2.02). وبالنتيجة، فإن مقارنة الربحية بين هذين القطاعين لا معنى لها نظراً للاختلافات الهامة في المخاطر التشغيلية.

4) دورة حياة المنتج:

تمر المنتجات بمراحل زمنية مختلفة وتتشابه في ذلك مع المنشآت الاقتصادية بشكل عام. ويوضح التوصيف التالي دورة الحياة على مستوى المنتج، ولكن يمكن استخدام ذلك التوصيف على مستوى المشروع أيضاً.

تمر المنتجات بأربع مراحل خلال دورة حياتها: التقديم والنمو والنضوج والانحدار. في المرحلة الأولى (التقديم) يتم التركيز على الاستثمار في البحث والتطوير والإنفاق على نشاطات الترويج على أمل تعظيم المبيعات. أما في المرحلة الثانية (النمو) فإن الشركة تسعى لبناء التفضيل للمنتج كما تعمل على زيادة حصة المنتج من السوق. ولابد من الإشارة إلى أنه في مرحلتي التقديم والنمو هناك حالة من عدم التأكد حول مدى قبول الزبائن للمنتج من جهة، وحول إمكانية الشركة على التعامل مع الانتقال من التقديم إلى النمو من جهة أخرى. وعندما تزداد سرعة نمو المنتج ويصبح مقبولاً في السوق، فإنه ينتقل إلى مرحلة النضوج. عند هذه المرحلة تبدأ الشركات بقطف المكاسب من الاستثمارات في المراحل السابقة، وغالباً لا تحتاج لاستثمارات إضافية، كما أنه من المحتمل تحقيق عائد جيد على رأس المال المستثمر. لكن بالمقابل، غالباً ما يبدأ النمو بالانخفاض في مرحلة النضوج من دورة حياة المنتج نتيجة لزيادة المنافسة. هذه المنافسة المتزايدة سوف تؤدي تدريجياً للضغط على هوامش الربح ومن ثم على العائد على رأس المال المستثمر. وبما أن التطور التكنولوجي في مرحلة النضوج يؤدي إلى تقادم المنتجات، فإن الطلب سينخفض والمنتجات سوف تلغى تدريجياً حيث تصبح غير مربحة.

بناءً على الأفكار المذكورة أعلاه، فإن العائد على رأس المال المستثمر يكون سالباً في المرحلة المبكرة من دورة حياة المنتج، ثم يصبح ايجابياً ويبلغ الذروة في الجزء الأخير من مرحلة النمو وفي الجزء الأول من مرحلة النضوج. بعد ذلك، فإن العائد على رأس المال المستثمر ينخفض عبر الزمن ويصبح سالباً، إلا إذا تم سحب المنتج تدريجياً واستبدل بمنتج آخر يتمتع بخصائص جذابة أكثر.

والآن إذا نقلنا هذه الفلسفة من مستوى المنتج إلى مستوى الشركات، فمن الواضح أنه لا يمكن المقارنة بين الشركات في المرحلة المبكرة من دورة حياتها مع تلك

الشركات التي تكون في المراحل الأخيرة من دورة حياتها. وهذا ينطبق حتى لو كانت الشركات تعمل في نفس القطاع.

ثالثاً_ تفكيك العائد على رأس المال المستثمر:

إن العائد على رأس المال المستثمر يقيس العائد على رأس المال المستثمر في العمليات. لكنه غير قادر على تفسير فيما إذا كانت الربحية مدارة بشكل جيد أو إذا كان هناك استغلال أفضل لرأس المال. لذلك وللإجابة على تلك التساؤلات، فإنه من الضروري تفكيك نسبة العائد على رأس المال المستثمر ROIC إلى:

1) هامش الربح.
2) معدل دوران رأس المال المستثمر.

العائد على رأس المال المستثمر ROIC = هامش الربح * معدل دوران رأس المال المستثمر

يحسب هامش الربح بعد الضريبة كالآتي:

هامش الربح = (صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT) / صافي الإيرادات) * 100

بينما يحسب هامش الربح قبل الضريبة كالآتي:

هامش الربح = (الأرباح قبل الفائدة والضريبة (EBIT) / صافي الإيرادات) * 100

إن هامش الربح يدعى أحياناً هامش الربح التشغيلي، حيث أنه يمثل الدخل التشغيلي كنسبة مئوية من صافي الإيرادات.

بالاعتماد على المثال الرقمي البسيط المذكور سابقاً، سنقوم بحساب هامش الربح:

هامش الربح = (77 / 200) * 100

= 38.5%

إن هامش الربح البالغ 38.5% يعني بأن الشركة تولد أرباح بمقدار (38.5) ليرة عن كل (100) ليرة من صافي الإيرادات.

أما بالنسبة لمعدل دوران رأس المال المستثمر، يمكن حسابه كالآتي:

معدل دوران رأس المال المستثمر = صافي الإيرادات / رأس المال المستثمر

يعبر معدل الدوران عن مدى قدرة الشركة على استغلال رأس المال المستثمر. فإذا كان معدل الدوران (2) مرة، فهذا يدل على أن الشركة تستطيع خلال (180 يوم، 2/360) أن تولد مبيعات تعادل قيمة رأس المال المستثمر. بمعنى آخر، كل ليرة مستثمرة في العمليات (صافي الأصول التشغيلية) يمكن أن تولد ليرتين كمبيعات.

بالاعتماد على المثال الرقمي البسيط، سنقوم بحساب معدل دوران رأس المال المستثمر:

معدل دوران رأس المال المستثمر = 200 / 550

= 0.36 مرة

إن معدل دوران رأس المال المستثمر البالغ (0.36) مرة يعني بأن كل (100) ليرة مستثمرة في العمليات يمكن أن تولد مبيعات بمقدار (36) ليرة.

من خلال مستوى هامش الربح ومعدل الدوران يمكن توصيف نوع المشروع محل التحليل. فالصناعات الخدمية مثلاً تمتاز باستثمارات قليلة وبمعدل دوران عالي. لكن من جهة أخرى، فإنه من الصعب المحافظة على هامش ربح عالي لأن السعر غالباً ما يكون العامل الرئيسي في المنافسة. بينما في شركات الأدوية مثلاً، فإنها تمتاز باستثمارات ضخمة وبمعدلات دوران منخفضة نسبياً. لكن بالمقابل، فإن السعر هنا لا يمثل العامل الرئيسي في المنافسة. في هذه الحالة، فإن العامل التنافسي الحاسم يتمثل بقدرة المنتج على مساعدة المرضى. وبالتالي، فإنه من الممكن المحافظة على هامش ربح عالي.

إن الشركات ذات الاستثمارات الضخمة مثل شركات الأدوية تمتاز بارتفاع التكاليف الثابتة، وغالباً ما تكون معدلات الدوران فيها منخفضة. وبالتالي، وحتى تكون قادراً على جذب رأس المال إلى هذا القطاع، فإنه من الضروري أن تكون هوامش الأرباح عالية لتعويض معدلات الدوران المنخفضة. وعادةً ما تتحقق أرباح عالية وذلك لأن المنتج يمتلك ميزات خاصة يصعب تقليدها أو ميزات تنافسية أخرى تؤثر بشكل ايجابي على الحصة السوقية.

أما الشركات الخدمية، فغالباً ما تعمل في مناطق تتسم بالمنافسة الحادة. وطالما أن المنتجات أو الخدمات لا تختلف بين المنافسين بشكل جوهري، لذلك يكون السعر بمثابة العامل الأكثر أهمية في المنافسة. وبالتالي، ولكي نكون قادرين على جذب رأس المال إلى مثل هذه القطاعات، فلابد من أن تكون معدلات الدوران عالية.

باختصار، إذا كان هامش الربح التشغيلي منخفضاً، فإنه لابد من رفع معدل الدوران وذلك للمحافظة على عائد مقبول على رأس المال المستثمر. لكن عملياً، هناك صناعات يصعب فيها تحقيق عائد مقبول ROIC، حيث تكون هذه الصناعات ناضجة والطلب في حالة انحسار.

إن المثال التالي يوضح الارتباط بين هامش الربح ومعدل الدوران وكيف تؤثر التغيرات في هذه النسب على خلق القيمة. والمثال قائم على الافتراضات التالية:

- رأس المال المستثمر = 1,000
- الإيرادات = 1,000
- هامش الربح = 10%
- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC = 10%

بالاعتماد على هذه الأرقام يمكن حساب نسب مالية مختلفة، بالإضافة إلى إمكانية حساب النتائج الاقتصادية لإدارة النقدية (أي النقدية المجمدة في رأس

المال المستثمر). بناءً على الافتراضات المذكورة أعلاه، فإن معدل الدوران 1، وهذا يعني بأن الشركة تجمد رأسمالها المستثمر لمدة سنة واحدة بالمتوسط (1/360).

وبالاعتماد على الافتراضات السابقة، سوف نوضح إمكانية تحسين عملية خلق القيمة. فإذا افترضنا بأن الشركة قادرة على تخفيض النقدية المجمدة في رأس المال المستثمر 60 يوم، أي من 360 إلى 300 يوم. هذا سيؤدي إلى تحسين الربحية بشكل عام، حيث أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA تزداد من صفر إلى 16.7.

رأس المال المستثمر المطلوب (الجديد) =

(1,000 * 300) / 360 = 833.3

العائد على رأس المال المستثمر ROIC =

صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة / رأس المال المستثمر

العائد على رأس المال المستثمر ROIC = (100 / 833.3) * 100 = 12%

بالتالي، يمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA كالآتي:

القيمة الاقتصادية المضافة EVA =

(العائد على رأس المال المستثمر ROIC – المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC) * رأس المال المستثمر

القيمة الاقتصادية المضافة EVA = (12% – 10%) * 833.3

= 16.7

بالإضافة إلى ذلك، يمكننا حساب هامش الربح اللازم لإحداث نفس التأثير على الربحية (EVA) الذي أحدثه تخفيض النقدية المجمدة في رأس المال المستثمر 60 يوم. في هذا المثال، فإن تخفيض النقدية المجمدة في رأس المال المستثمر 60

يوم تعادل تحسين هامش الربح التشغيلي من 10% إلى 11.7% أي بزيادة تقارب 17%. ويمكن حساب ذلك كالآتي:

رأس المال المستثمر = 1,000

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) = 16.7

معدل دوران رأس المال المستثمر = 1

هامش الربح = ؟

العائد على رأس المال المستثمر = ؟

القيمة الاقتصادية المضافة EVA =

(العائد على رأس المال المستثمر ROIC – المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC) * رأس المال المستثمر

16.7 = (العائد على رأس المال المستثمر ROIC – 10%) * 1,000

العائد على رأس المال المستثمر ROIC = **11.7%**

بناءً عليه:

العائد على رأس المال المستثمر ROIC = هامش الربح * معدل دوران رأس المال المستثمر

هامش الربح = 11.7% / 1

هامش الربح = 11.7%

إن الجدول رقم 4–6 يمثل مقارنة العائد على رأس المال المستثمر ROIC (هامش الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر) بين الشركتين Y&X.

الجدول رقم 4–6: مقارنة هامش الربح ومعدل الدوران رأس المال المستثمر ROIC بين الشركتين Y&X

البنود	السنة4	السنة 5	السنة 6	السنة7	السنة8
هامش الربح للشركة X	5.7	6	6.8	7.8	9.7

هامش الربح للشركة Y	9.6	8.9	12.2	9	5.1
معدل الدوران للشركة X	1.02	0.89	0.97	1.05	0.77
معدل الدوران للشركة Y	1.87	1.55	1.59	1.45	1.28
العائد على رأس المال المستثمر للشركة X	%5.9	%5.3	%6.6	%8.2	%7.5
العائد على رأس المال المستثمر للشركة Y	%18	%13.8	%19.3	%13	%6.5

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن هامش الربح للشركة X قد ازداد من 5.7% في السنة 4 إلى 9.7% في السنة 8. في السنة 8 تمكنت الشركة X من تحقيق هامش ربح أعلى من هامش ربح الشركة Y. أما بالنسبة لمعدل دوران رأس المال المستثمر، فهناك تناقص في معدل الدوران عبر الزمن بالنسبة للشركتين.

إن تفكيك العائد على رأس المال المستثمر ROIC إلى هامش ربح ومعدل دوران يبين بأن الزيادة في العائد على رأس المال المستثمر في الشركة X إنما يعود إلى التحسن في هامش الربح. بينما تراجع العائد على رأس المال المستثمر في الشركة Y يعود إلى انخفاض هامش الربح بالإضافة إلى انخفاض معدل الدوران.

رابعاً_ تحليل هامش الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر:

إن تحليل هامش الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر يساعد في شرح وتفسير فيما إذا كان هناك تحسن أو تدهور في علاقة الإيرادات إلى المصروفات من جهة، وفي استغلال رأس المال من جهة أخرى. وفي سبيل تعميق فهمنا وإدراكنا لتطور ونمو هاتين النسبتين، فإنه من الضروري تفكيكهما أكثر. ويمكن تنفيذ ذلك بأسلوبين:

1) تحليل الاتجاه Trend analysis.

2) تحليل الحجم المشترك Common–size analysis.

تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك للإيرادات والمصروفات:

يعتبر تحليل الاتجاه طريقة مناسبة وتحدد بشكل سريع اتجاهات البنود المختلفة للإيرادات والمصروفات. حيث يمكننا ملاحظة ذلك من خلال الجدول رقم 4–7 الذي يتضمن تحليل الاتجاه للإيرادات والمصروفات التشغيلية للشركة X. ومن زاوية تحليلية، كان من المفيد المقارنة بين الشركتين Y&X، لكن الشركة X تصنف المصروفات وفقاً لوظيفتها بينما الشركة Y تصنفها وفقاً لطبيعتها مما يجعل مقارنة المصروفات عملية غير ملائمة.

الجدول رقم 4–7: تحليل الاتجاه للإيرادات والمصروفات التشغيلية للشركة X

بيان الدخل (مليون ليرة)	السنة 4	السنة 5	السنة 6	السنة 7	السنة 8
صافي الإيرادات	**100**	**105**	**113**	**123**	**165**
يطرح: تكلفة المبيعات	100	105	112	126	175
مجمل الربح	**100**	**105**	**114**	**121**	**157**
تكاليف البيع والتوزيع	100	104	110	113	139
المصروفات الإدارية	100	107	112	114	145
دخل تشغيلي آخر	100	143	108	152	192
مصروفات تشغيلية أخرى		100	85	96	97
حصة من أرباح الشركات الزميلة (بعد الضريبة)	100	110	40	48	39
الضريبة على الأرباح من الشركات الزميلة	100	100	37	37	30
الربح التشغيلي قبل البنود الاستثنائية	**100**	**102**	**113**	**132**	**189**
دخل استثنائي					
مصروفات استثنائية	100	66	96	56	225

الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA	**100**	**106**	**126**	**140**	**186**
الاستهلاك والإطفاء	100	100	114	107	147
الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT	**100**	**111**	**135**	**168**	**220**
الضريبة	100	136	225	272	(85)
الضريبة على أرباح الشركات الزميلة	100	100	37	37	30
الوفر الضريبي، صافي المصروفات المالية	100	100	69	87	250
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	**100**	**109**	**134**	**168**	**279**

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن صافي إيرادات الشركة X قد ازدادت بنسبة 65% من السنة 4 إلى السنة 8. وخلال نفس الفترة ازدادت تكلفة المبيعات بنسبة 75%، وهذا أثر على هامش الربح بشكل سلبي. بالنسبة للمصروفات التشغيلية الأخرى مثل مصروفات البيع والتوزيع والمصروفات الإدارية ومصروفات الاستهلاك والإطفاء كلها ازدادت بمعدل أقل من معدل النمو في الإيرادات. وهذا يشير إلى قدرة الشركة على إدارة هذه المصروفات والتحكم بها نسبياً.

بناءً عليه، فإن تحليل الاتجاه يساعد في بيان التطور في البنود التشغيلية الهامة، لكنه لا يظهر الحجم النسبي لكل بند من تلك البنود. ولاستدراك ذلك نحن بحاجة إلى تنفيذ تحليل الحجم المشترك. يقوم تحليل الحجم المشترك على قياس كل بند كنسبة مئوية من الإيرادات، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول رقم 4-8.

إن تحليل الحجم المشترك يبين بأن تكلفة المبيعات كنسبة مئوية من صافي الإيرادات قد ارتفعت من 45% في السنة 4 إلى 48% في السنة 8. إن مصروفات البيع والتوزيع والمصروفات الإدارية ومصروفات الاستهلاك والإطفاء قد شكلت 40% من صافي الإيرادات في السنة 8، بينما كانت 47% في السنة

4. بالتالي، وعلى الرغم من أن بند تكلفة المبيعات قد ازداد بمعدل أسرع بالمقارنة مع صافي الإيرادات، إلا أن الشركة X قادرة على تحسين هامش الربح من خلال رقابة فعالة على المصروفات التشغيلية الأخرى. لكن التحليل يبين وبشكل واضح بأنه من الممكن تحقيق وفورات في التكلفة عن طريق إدارة تكلفة المبيعات بكفاءة أعلى.

الجدول رقم 4-8: تحليل الحجم المشترك للإيرادات والمصروفات التشغيلية للشركة X

بيان الدخل (مليون ليرة)	السنة 4	السنة 5	السنة 6	السنة 7	السنة 8
صافي الإيرادات	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**
يطرح: تكلفة المبيعات	(%45)	(%45)	(%45)	(%46)	(%48)
مجمل الربح	**%55**	**%55**	**%55**	**%54**	**%52**
تكاليف البيع والتوزيع	(%33)	(%33)	(%32)	(%31)	(%28)
المصروفات الإدارية	(%7)	(%7)	(%7)	(%7)	(%6)
دخل تشغيلي آخر	%2	%2	%2	%2	%2
مصروفات تشغيلية أخرى	%0	(%1)	(%1)	(%1)	(%1)
حصة من أرباح الشركات الزميلة (بعد الضريبة)	%1	%1	%0	%0	%0
الضريبة على الأرباح من الشركات الزميلة	%0	%0	%0	%0	%0
الربح التشغيلي قبل البنود الاستثنائية	**%17**	**%16**	**%17**	**%18**	**%19**
دخل استثنائي	%0	%0	%1	%0	%0
مصروفات استثنائية	(%2)	(%1)	(%1)	(%1)	(%2)
الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA	**%15**	**%15**	**%17**	**%17**	**%17**
الاستهلاك والإطفاء	(%7)	(%7)	(%7)	(%6)	(%6)

الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT	%8	%8	%10	%11	%11
الضريبة	(%1)	(%1)	(%2)	(%2)	%1
الضريبة على أرباح الشركات الزميلة	%0	%0	%0	%0	%0
الوفر الضريبي، صافي المصروفات المالية	(%1)	(%1)	(%1)	(%1)	(%1)
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	**%6**	**%6**	**%7**	**%8**	**%10**

تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك لرأس المال المستثمر:

إن تحليل معدل دوران رأس المال المستثمر للشركة X كما هو مبين في الجدول رقم 4–6 يظهر انخفاضاً عبر الزمن من 1.02 في السنة 4 إلى 0.77 في السنة 8. وهذا يعني بأن الشركة X قد جمدت رأس المال المستثمر 117 يوم إضافي. أي أن الشركة بحاجة إلى 474 يوم لتولد مبيعات تعادل قيمة رأس المال المستثمر في السنة 8، بينما كانت بحاجة إلى 357 يوم فقط في السنة 4 (360 يوم / معدل دوران رأس المال المستثمر).

لقد قمنا بتنفيذ تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك للوصول إلى فهم أفضل للتطور في استغلال رأس المال. وبما أن الشركتين Y&X تستخدمان تقريباً نفس الأسلوب في تصنيف الأصول والالتزامات في الميزانية، لذلك فقد نفذنا الإجراءات التحليلية في الشركتين. حيث يسمح لنا ذلك بالمقارنة بين الشركتين من حيث مدى الكفاءة في استغلال رأس المال المستثمر (الجدول رقم 4–9).

كل من الشركتين قد ضاعفت (وأكثر) حجم رأس مالها المستثمر خلال الفترة محل التحليل. بالنسبة للشركة X فقد ازداد رأس مالها المستثمر بنسبة 119% من السنة 4 إلى السنة 8، بينما بلغت نسبة زيادة رأس المال المستثمر للشركة Y 108%. وكما لاحظنا فقد ازدادت الإيرادات بالنسبة للشركة X في نفس الفترة بنسبة 65% مما أدى إلى انخفاض في معدل دوران رأس المال المستثمر.

وكذلك فإن صافي الإيرادات للشركة Y قد نمت بنسبة 42% مما أدى أيضاً إلى انخفاض معدل دوران رأس المال المستثمر. بالنسبة للشركة X، فإن الزيادة في رأس المال المستثمر تعزى بشكل رئيسي إلى الاستثمارات في الأصول غير الملموسة (الشهرة بشكل أساسي). أما بالنسبة للشركة Y، فإن الاستثمارات في الشركات الزميلة والأصول غير الملموسة تفسر الزيادة في رأس المال المستثمر.

الجدول رقم 4-9: تحليل الاتجاه لرأس المال المستثمر في الشركتين Y&X

الشركة X					**رأس المال المستثمر**	**الشركة Y**				
س4	**س5**	**س6**	**س7**	**س 8**		**س4**	**س5**	**س6**	**س7**	**س8**
					الأصول غير المتداولة					
100	160	167	169	421	الأصول غير الملموسة	100	141	162	153	309
					الأصول الملموسة	100	0	0	0	0
100	103	103	107	142	الممتلكات والمصانع والمعدات	100	206	210	201	230
100	84	50	36	84	الاستثمارات في الشركات الزميلة	100	228	267	804	1,520
100	74	69	76	93	الذمم المدينة					
					قروض للزبائن	0	0	100	149	143
					سلف للزبائن	0	0	0	100	266
100	117	114	97	124	أصول ضريبية مؤجلة	100	206	253	264	214
100	**121**	**121**	**124**	**233**	**إجمالي الأصول غير المتداولة**	**100**	**113**	**123**	**127**	**181**

					الأصول المتداولة					
132	110	110	103	100	المخازن	164	127	109	103	100
141	122	122	113	100	الذمم المدينة التجارية	102	100	97	98	100
					حسابات ضريبية مدينة	395	178	263	261	100
					حسابات مدينة أخرى	146	83	133	140	100
					مستحقات على الشركات الزميلة	0	0	0	0	100
310	100	0	0	0	مصروفات مدفوعة مقدماً	176	152	122	97	100
145	**120**	**118**	**110**	**100**	**إجمالي الأصول المتداولة**	**127**	**106**	**105**	**104**	**100**
					ديون بدون فائدة					
277	234	225	202	100	التزامات ضريبية مؤجلة	343	132	137	134	100
30	24	31	34	100	المخصصات	318	112	102	70	100
					التزامات أخرى	123	32	52	36	100
0	0	0	0	100	التزامات متداولة					
309	246	241	218	100	ذمم تجارية دائنة	168	133	117	104	100
					إيداعات على عبوات قابلة للاسترداد	107	95	96	100	100

100	168	165	154	188	المؤونات	100	333	516	616	700
100	122	77	33	41	الضريبة	100	570	967	733	520
100	96	100	108	136	التزامات أخرى					
100	0	0	0	0	اقتراض من الشركات الزميلة					
100	**106**	**110**	**115**	**173**	**إجمالي الديون بدون فائدة**	**100**	**86**	**96**	**96**	**117**
100	**120**	**120**	**121**	**219**	**رأس المال المستثمر**	**100**	**130**	**139**	**144**	**208**

بناءً عليه، فإن تحليل الاتجاه يساعد في بيان التطور في رأس المال المستثمر إلا أنه لا يوضح أهمية كل بند من البنود المكونة له. لذلك فإننا نفضل بشكل عام إجراء تحليل الحجم المشترك لمعالجة هذه المسألة. حيث يمكن من خلال حساب عدد أيام الإتاحة Days on hand لكل بند من البنود المكونة لرأس المال المستثمر أن نحصل على معلومات مفيدة فيما يتعلق بالأهمية النسبية والاتجاه لكل بند. والجدول رقم 4-10 يتضمن عدد أيام الإتاحة لكل بند من بنود رأس المال المستثمر وذلك بالنسبة للشركتين Y&X.

عدد أيام الإتاحة (لكل بند) = 360 / معدل الدوران (لكل بند)

الجدول رقم 4-10: عدد أيام الإتاحة لرأس المال المستثمر بالنسبة للشركتين Y&X

الشركة X					**رأس المال المستثمر**	**الشركة Y**				
س4	**س5**	**س6**	**س7**	**س8**		**س4**	**س5**	**س6**	**س7**	**س8**
					الأصول غير المتداولة					
126	193	186	173	322	الأصول غير الملموسة	54	71	75	74	117

0	0	0	0	91	الأصول الملموسة					
140	156	154	166	87	الممتلكات والمصانع والمعدات	171	173	181	196	199
26	17	6	5	2	الاستثمارات في الشركات الزميلة	9	5	7	14	17
					الذمم المدينة	10	11	11	12	17
6	8	5	0	0	قروض للزبائن					
7	3	0	0	0	سلف للزبائن					
7	12	11	9	5	أصول ضريبية مؤجلة	6	6	8	9	8
304	**270**	**250**	**252**	**239**	**إجمالي الأصول غير المتداولة**	**518**	**368**	**393**	**423**	**368**
					الأصول المتداولة					
27	29	27	28	29	المخازن	28	29	27	28	28
54	60	57	58	55	الذمم المدينة التجارية	39	51	54	59	63
					حسابات ضريبية مدينة	1	1	1	1	0
					حسابات مدينة أخرى	14	11	18	21	16
					مستحقات على الشركات الزميلة	0	0	0	0	2
4	2	0	0	0	مصروفات مدفوعة مقدماً	7	8	7	6	6
86	**90**	**85**	**86**	**84**	**إجمالي الأصول المتداولة**	**88**	**98**	**107**	**114**	**115**
					ديون بدون فائدة					
(14)	(15)	(13)	(13)	(7)	التزامات ضريبية مؤجلة	(37)	(19)	(21)	(23)	(18)
(6)	(6)	(8)	(10)	(30)	المخصصات	(5)	(3)	(2)	(2)	(3)
					التزامات أخرى	(1)	0	(1)	0	(1)
0	0	0	0	(53)	التزامات متداولة					
(80)	(81)	(75)	(75)	(37)	ذمم تجارية دائنة	(42)	(45)	(43)	(41)	(41)

(13)	(12)	(11)	(10)	(8)	إيداعات على عبوات قابلة للاسترداد					
(3)	(5)	(5)	(4)	(4)	المؤونات	(1)	(2)	(3)	(4)	(4)
(6)	(7)	(4)	(2)	(1)	الضريبة	(1)	(3)	(4)	(4)	(2)
(41)	(38)	(36)	(36)	(34)	التزامات أخرى					
0	0	0	0	0	اقتراض من الشركات الزميلة					
(126)	**(127)**	**(123)**	**(118)**	**(132)**	**إجمالي الديون بدون فائدة**	**(128)**	**(103)**	**(104)**	**(110)**	**(106)**
357	**410**	**377**	**349**	**474**	**رأس المال المستثمر**	**195**	**236**	**230**	**251**	**284**

تشير أيام الإتاحة إلى عدد الأيام التي يكون فيها البند المحاسبي متاحاً أو محتفظاً به وما يترتب عن ذلك من تجميد للنقدية. على سبيل المثال، في السنة 8 فإن الحسابات المدينة التجارية في الشركة X تعادل 39 يوم. وهذا يشير إلى أن الشركة تقدم لزبائنها فترة ائتمان تصل بالمتوسط إلى 39 يوم والذي يؤدي إلى زيادة رأس المال العامل ورأس المال المستثمر. من جهة أخرى، فإن الحسابات الدائنة التجارية في السنة 8 تعادل 42 يوم. وهذا يشير إلى أن الشركة X تحصل على فترة ائتمان من مورديها تصل إلى 42 يوم مما يعني تخفيض الحاجة إلى رأس المال المستثمر. بناءً عليه، فإن أيام الإتاحة تشير إلى كيفية إدارة رأس المال المستثمر والعناصر المكونة له.

إن مقارنة أيام الإتاحة بين الشركتين Y&X يقودنا إلى بعض الاستنتاجات الهامة. **أولاً**، نلاحظ بأن الشركة X قد نفذت استثمارات ضخمة في الأصول غير الملموسة. ففي السنة 4 تفسر الأصول غير الملموسة 126 يوم من أصل 357 يوم (رأس المال المستثمر المتاح في السنة 4 معبراً عنه بالأيام). بينما في السنة 8 تفسر الأصول غير الملموسة 322 يوم من أصل 474يوم. بناءً عليه، فإن

زيادة رأس المال المستثمر 117 يوم من السنة 4 إلى السنة 8 يقابلها زيادة في الأصول غير الملموسة بـ 196 يوم. وهذا يدل على أن التدهور في معدل دوران رأس المال المستثمر للشركة X يعزى بشكل رئيسي للأصول غير الملموسة. في الحقيقة، فإن أيام الإتاحة لبنود أخرى مثل الممتلكات والمصانع والمعدات، والحسابات تحت التحصيل، والذمم المدينة التجارية والالتزامات الضريبية المؤجلة قد تحسنت بشكل ملحوظ. فعلى سبيل المثال، فإن أيام الإتاحة للذمم المدينة التجارية في الشركة X قد انخفضت 24 يوماً (63 يوماً مطروحاً منها 39 يوماً) من السنة 4 إلى السنة 8. بناءً عليه، فإنه وعلى الرغم من الاتجاه السلبي لأيام الإتاحة لرأس المال المستثمر، فإن الشركة X تبدو بأنها تدير معظم بنود رأسمالها بكفاءة أعلى عبر الزمن. وبعد هذا التحليل للبيانات، فإننا نعتقد بأن الاهتمام الرئيسي للمحلل يجب أن ينصب على عمليات حيازة الأصول غير الملموسة (مثل الشهرة) والتأكد فيما إذا كانت تلك العمليات عادلة وحقيقية أو أنها مكلفة أكثر مما ينبغي.

ثانياً، بلغ رأس المال المستثمر للشركة X معبراً عنه بالأيام 474 يوم، في حين بلغ 284 يوماً بالنسبة للشركة Y. وتعزى هذه الفجوة بشكل رئيسي إلى الاختلافات في مستوى الاستثمارات في الأصول غير الملموسة. حيث بلغت أيام الإتاحة للأصول غير الملموسة في السنة 8 بالنسبة للشركة X 322 يوماً، في حين كانت 117 يوماً بالنسبة للشركة Y. وإذا حللنا البنود الأخرى المكونة لرأس المال المستثمر (باستثناء الأصول غير الملموسة)، فإننا نجد بأن أداء الشركة X كان أسوأ بالمقارنة مع الشركة Y في السنة 4. فعلى سبيل المثال، بلغت الأصول المتداولة معبراً عنها بالأيام 115 يوماً في الشركة X بينما كانت 84 يوماً بالنسبة للشركة Y. لكن وعلى الرغم من ذلك، فإن الشركة X قادرة عبر الزمن على استغلال البنود الأخرى المكونة لرأس المال المستثمر بكفاءة أعلى. وفي

الحقيقة، فإذا تجاهلنا الأصول غير الملموسة فإن الشركة X قادرة على تخفيض عدد أيام الإتاحة لبقية بنود رأس المال المستثمر بمقدار 79 يوماً (231 يوماً في السنة 4 مطروحاً منها 152 يوماً في السنة 8). أما بالنسبة للشركة Y، فهناك زيادة في عدد أيام الإتاحة لبقية بنود رأس مالها المستثمر (باستثناء الأصول غير الملموسة) بمقدار 26 يوماً (141 يوماً في السنة 4 مطروحاً منها 167 يوماً في السنة 8). وبالتالي، فإن الشركة X تدير رأسمالها المستثمر (ما عدا الأصول غير الملموسة) بكفاءة أعلى من الشركة Y.

خامساً_ العائد على الملكية:

لقد تم التركيز في الأقسام السابقة على قياس الربحية التشغيلية. لكن في هذا القسم سوف نختبر تأثير الرفع المالي على الربحية، وذلك من خلال حساب العائد على الملكية ROE الذي يقيس الربحية مع الأخذ بعين الاعتبار كلاً من الرفع التشغيلي والمالي.

العائد على الملكية ROE =

(صافي الأرباح بعد الضريبة / القيمة الدفترية لحقوق الملكية) * 100

إن العائد على الملكية يقيس العائد المحاسبي للملاك على استثماراتهم في الشركة. وبالاعتماد على المثال الرقمي البسيط في الصفحة 4 من هذا الفصل، يمكن حساب العائد على الملكية كما يلي:

العائد على الملكية ROE = (70 / 400) * 100

= 17.5%

فيما يلي العوامل المؤثرة في مستوى واتجاه العائد على الملكية:

- الربحية التشغيلية.
- صافي معدل الفائدة على الاقتراض بعد الضريبة.
- الرفع المالي.

ويمكن توضيح ذلك بالعلاقة التالية:

العائد على الملكية = العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة + (العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة – صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة) * (القيمة الدفترية لصافي الدين بفائدة / القيمة الدفترية لحقوق الملكية)

بالنسبة لصافي تكلفة الاقتراض، فيمكن أن تحسب كالآتي:

صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة =

(صافي المصروفات المالية بعد الضريبة / صافي الدين بفائدة) * 100

أما بالنسبة للرفع المالي، فهو محدد كالآتي:

صافي الدين بفائدة / القيمة الدفترية لحقوق الملكية

يقاس صافي الدين بفائدة بالفرق بين الدين بفائدة والأصول بفائدة (أي النقد ومعادلات النقد) وذلك وفقاً لما جاء في الفصل 3. وبالاعتماد على المثال الرقمي البسيط في الصفحة 4 من هذا الفصل، يمكن حساب العائد على الملكية ROE كالآتي:

العائد على الملكية = 14% + (14% – 4.7%) * (150 / 400)

= 17.5%

الخطوة الأولى في تحديد العائد على الملكية ROE هي العائد على رأس المال المستثمر ROIC الذي يعبر عن الربحية الإجمالية للعمليات. أما الخطوة الثانية فتبين تأثير الرفع المالي على الربحية الإجمالية. فإذا كان الفرق بين العائد على رأس المال المستثمر وصافي تكلفة الاقتراض ايجابياً، فإن الزيادة في الرفع المالي سوف تؤدي إلى تحسين العائد على الملكية. لكن الرفع المالي يكون ذو تأثير سلبي على العائد على الملكية إذا كان العائد على رأس المال المستثمر أقل من صافي تكلفة الاقتراض.

تأثير حصص الأقلية على العائد على الملكية:

تنشأ حصص الأقلية عن عدم تملك الشركة الأم لكامل أسهم الشركة التابعة. وعند حساب رأس المال المستثمر، فقد صنفت حصص الأقلية مع باقي حقوق الملكية. وبما أن المستثمرين في الشركة الأم لا يستفيدون من خلق القيمة التي تخص حصص الأقلية، لذلك لابد من التمييز بين العائد على الملكية المقاس على مستوى المجموعة والعائد على الملكية المقاس على مستوى الشركة الأم:

العائد على الملكية، المجموعة =

(الأرباح الصافية قبل حصص الأقلية / حقوق الملكية على مستوى المجموعة) * 100

العائد على الملكية، الشركة الأم =

(الأرباح الصافية بعد حصص الأقلية / حقوق الملكية على مستوى الشركة الأم) * 100

أو يمكننا الاعتماد على العلاقة المستخدمة في حساب العائد على الملكية ROE الواردة أعلاه:

العائد على الملكية، الشركة الأم = العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة + (العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة – صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة) * [(القيمة الدفترية لصافي الدين بفائدة / القيمة الدفترية لحقوق الملكية)] * حصة مساهمي الشركة الأم من العائد

يمكن حساب حصة مساهمي الشركة الأم من العائد كالآتي:

(الأرباح الصافية بعد حصص الأقلية / الأرباح الصافية قبل حصص الأقلية) / (حقوق الملكية، الشركة الأم / حقوق الملكية، المجموعة)

ولمزيد من التوضيح سوف نعتمد على مثال بسيط يقوم على الافتراضات التالية:

- الأرباح الصافية قبل حصص الأقلية = 100

- حقوق الملكية، المجموعة = 1,000
- حقوق الملكية، الشركة الأم = 900

بالاعتماد على هذه الأرقام، فإنه من الملاحظ بأن العائد على الملكية على مستوى الشركة الأم يختلف وفقاً لاختلاف حصة الأقلية من العائد:

الأرباح الصافية بعد حصص الأقلية	100	95	90	85	80
حصة الأقلية من الربح	0	5	10	15	20
حصة مساهمي الشركة الأم من العائد	1.11	1.06	1	0.94	0.89
العائد على الملكية، المجموعة	%10	%10	%10	%10	%10
العائد على الملكية، الشركة الأم	%11.1	%10.6	%10	%9.4	%8.9
العائد على الملكية، حصص الأقلية	%0	%5	%10	%15	%20

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأنه عندما تكون حصة مساهمي الشركة الأم من العائد مساوية 1، فهذا يشير إلى أن الأقلية ومساهمي الشركة الأم يحصلون على نفس معدل العائد على رأسمالهم المستثمر. أما عندما تكون حصة مساهمي الشركة الأم من العائد أكبر 1، فإن مساهمي الشركة الأم يحصلون على عائد على الملكية أعلى بالمقارنة مع عائد الأقلية.

أما بالنسبة لتقييم مستوى وتطور العائد على الملكية ROE، فيمكننا استخدام نفس المعايير التي اعتمدنا عليها في تقييم العائد على رأس المال المستثمر ROIC. إلا أن قياس مستوى حقوق الملكية يجب أن لا يعتمد على المقارنة مع

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC، وإنما يجب أن يقارن مع معدل العائد المطلوب من قبل الملاك (أي يجب أن يقارن مع تكلفة حقوق الملكية). وبالتالي، من الممكن حساب القيمة المضافة أو ما يسمى بالدخل المتبقي RI وذلك عن طريق اقتطاع المعدل المطلوب من قبل الملاك Re من العائد على الملكية ROE:

الدخل المتبقي RI = (العائد على الملكية – معدل العائد المطلوب من قبل الملاك) * القيمة الدفترية لحقوق الملكية

لقد قمنا بحساب العائد على الملكية ROE والعناصر المكونة له وذلك بالنسبة للمجموعتين Y&X (الجدول رقم 4-11). من خلال الجدول نلاحظ الانخفاض الكبير للعائد على الملكية بالنسبة للمجموعة X بالمقارنة مع المجموعة Y وذلك خلال الأربع سنوات الأولى (من السنة 4 إلى السنة 7) سواء على مستوى المجموعة أو على مستوى الشركة الأم. من خلال تفكيك العائد على الملكية ROE يتبين بأن العائد المرتفع في المجموعة Y يمكن أن يعزى إلى ارتفاع العائد على رأس المال المستثمر ROIC. في الحقيقة، لو أن المجموعة Y تبنت درجة للرفع المالي مشابهة لتلك المتبناة في المجموعة X خلال السنوات الأربع الأولى، كانت ستحقق عائد على الملكية أعلى بكثير من العائد المحقق فعلياً. لكن في السنة 8 نلاحظ تراجع العائد على الملكية للمجموعة Y نتيجة التدهور الحاد في العائد على رأس المال المستثمر.

الجدول رقم 4–11: تفكيك العائد على الملكية ROE بالنسبة للمجموعتين Y&X

الشركة X					النسب	الشركة Y				
س4	س5	س6	س7	س8		س4	س5	س6	س7	س8
5.9	5.3	6.6	8.2	7.5	العائد على رأس المال المستثمر ROIC (%)	18	13.8	19.3	13	6.5
1.04	1.35	1.21	1.2	0.93	الرفع المالي	0.41	0.69	0.49	0.38	1.13
4.5	3.6	2.7	3.9	6.9	صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة (%)	15	3.2	4	3.7	6.4
7.3	7.6	11.3	13.3	7.9	العائد على الملكية ROE، المجموعة (%)	19.2	21.1	26.8	16.5	6.6
1.14	0.89	0.94	0.95	0.89	حصة مساهمي الشركة الأم من العائد	1.04	1	1.01	0.94	0.64
8.3	6.7	10.6	12.7	7.1	العائد على الملكية ROE، الشركة الأم (%)	20	21.1	27	15.5	4.2

أسئلة الفصل الرابع

10) اشرح هيكل تحليل الربحية.

11) عرف كلاً من العائد على رأس المال المستثمر ROIC، ومجمل الربح ومعدل دوران رأس المال المستثمر؟

12) متى يكون من المفيد حساب العائد على رأس المال المستثمر قبل الضريبة ومتى يكون من المفيد حسابه بعد الضريبة؟

13) افترض بأن العائد على رأس المال المستثمر قد انخفض من 12% في السنة 1 إلى 5% في السنة 4. ما هي التفسيرات المحتملة لهذا الانخفاض في العائد؟

14) كيف يمكن تقييم العائد على رأس المال المستثمر؟

15) ما هي التدابير التي يمكن للإدارة اتخاذها لتحسين هامش الربح؟

16) إذا كان معدل دوران رأس المال المستثمر في إحدى الشركات (4)، فإن عدد أيام الإتاحة لرأس المال المستثمر تبلغ (180) يوم، صح أو خطأ ولماذا؟.

17) ما هي التدابير التي يمكن للإدارة اتخاذها لتحسين معدل دوران رأس المال المستثمر؟

18) اشرح التشابه والاختلاف بين تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك.

19) ما هو تعريف العائد على الملكية ROE؟

20) كيف يؤثر الرفع المالي في العائد على المساهمين؟

21) كيف يمكن تقييم العائد على الملكية ROE؟

22) حل المسألة التالية:

ليكن لديك القوائم المالية (بيان الدخل والميزانية) العائدة لإحدى الشركات:

بيان الدخل

(1,000) ليرة	السنة 6	السنة 7	السنة 8
صافي الإيراد	11,829	11,245	14,319
دخل آخر	379	28	32
المواد الأولية	(7,376)	(7,320)	(9,548)
تكاليف الموظفين	(2,241)	(1,951)	(2,415)
الإطفاء والاستهلاك وتسويات انخفاض قيمة الأصول	(786)	(638)	(1,206)
إجمالي المصروفات التشغيلية	(10,403)	(9,909)	(13,169)
الربح التشغيلي	**1,805**	**1,364**	**1,182**
الحصة من أرباح الشركات الزميلة والمشاريع المشتركة بعد الضريبة	27	54	(102)
مصروفات الفائدة	(185)	(155)	(469)
دخل الفائدة	52	64	91
صافي بنود تمويل أخرى (مصروف / دخل)	11		(107)
الربح قبل الضريبة	**1,710**	**1,323**	**595**
الضريبة	(365)	(394)	(248)
الربح بعد الضريبة	**1,345**	**929**	**347**
حصص الأقلية من الربح	**(134)**	**(122)**	**(138)**
حصة المساهمين من الربح	**1,211**	**807**	**209**

الميزانية

الأصول (1,000 ليرة)	السنة 6	السنة 7	السنة 8
الأصول غير المتداولة			
الأصول غير الملموسة	2,449	2,110	7,109
الممتلكات والمصانع والمعدات	4,944	4,673	6,314
الاستثمارات في الشركات الزميلة	186	892	1,145
استثمارات أخرى	786	397	641
أصول ضريبية مؤجلة	395	316	259
سلف للزبائن		209	346
إجمالي الأصول غير المتداولة	**8,760**	**8,597**	**15,814**
الأصول قصيرة الأجل			
المخزون	893	883	1,246
الذمم التجارية المدينة	1,917	1,769	2,504
أوراق مالية	12	14	14
النقدية	1,374	560	698
مصروفات مدفوعة مقدماً		110	231
أصول محتفظ بها لغرض البيع	41	21	56
إجمالي الأصول المتداولة	**4,237**	**3,357**	**4,749**
إجمالي الأصول	**12,997**	**11,954**	**20,563**
حقوق الملكية والالتزامات			
حقوق الملكية			
أسهم رأس المال	784	784	784
الاحتياطيات	666	692	(74)

الأرباح المحتجزة	3,559	3,928	3,761
حصة الأقلية	511	307	281
إجمالي حقوق الملكية	**5,520**	**5,711**	**4,752**
الالتزامات غير المتداولة			
قروض بفائدة	2,091	1,295	9,084
منافع الموظفين	665	586	688
مخصصات طويلة الأجل	242	158	344
التزامات ضريبية مؤجلة	471	427	637
إجمالي الالتزامات غير المتداولة	**3,469**	**2,466**	**10,753**
الالتزامات المتداولة			
سحب مصرفي على المكشوف	747	251	94
قروض بفائدة	494	787	875
ذمم دائنة	2,496	2,525	3,846
ضريبة دخل مستحقة	149	71	85
مخصصات قصيرة الأجل	122	143	158
إجمالي الالتزامات المتداولة	**4,008**	**3,777**	**5,058**
إجمالي الالتزامات	**7,477**	**6,243**	**15,811**
إجمالي حقوق الملكية والالتزامات	**12,997**	**11,954**	**20,563**

فإذا علمت بأن:

- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC: 8%.

- الضريبة على الأرباح من الشركات الزميلة والمشاريع المشتركة خلال السنوات الثلاث على التوالي: 11، 18، (35).
- الضريبة على صافي المصروفات المالية خلال السنوات الثلاث على التوالي: 41، 27، 130.

المطلوب:

1) إعداد القوائم المالية (بيان الدخل والميزانية) لأغراض التحليل المالي.
2) حساب العائد على رأس المال المستثمر ROIC والقيمة الاقتصادية المضافة EVA خلال السنوات الثلاث.
3) حساب هامش الربح خلال السنوات الثلاث.
4) حساب معدل دوران رأس المال المستثمر خلال السنوات الثلاث.
5) دراسة ربحية الشركة باستخدام تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك للإيرادات والمصروفات.
6) تقييم كفاءة إدارة رأس المال المستثمر باستخدام تحليل الاتجاه وتحليل الحجم المشترك.

الفصل الخامس

تحليل النمو

Growth analysis

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- قياس سرعة نمو الشركة مع المحافظة على المخاطر المالية عند نفس المستوى.
- إدراك أن هناك العديد من الأساليب لقياس النمو لكن هناك أسلوب واحد فقط لقياس فيما إذا كان النمو يخلق قيمة.
- تقييم جودة النمو.
- تقدير فيما إذا كان النمو مستداماً.
- إدراك فيما إذا كان النمو المولد عن طريق إعادة شراء الأسهم يخلق قيمة أم لا.
- إدراك أهمية السيولة عند ما تكون الأعمال في حالة نمو.

النمو

يرى الكثيرون بأن النمو في المبيعات يعتبر القوة المحركة لتطور ونمو المشاريع في المستقبل. كما أنه من المعلوم بأن النمو في الأعمال له تأثيرات على الأطراف أصحاب المصالح مع الشركة، على سبيل المثال:

- المساهمون متأثرون بالنمو لأنه يؤدي إلى خلق القيمة.
- المقرضون لهم مصلحة بالنمو لأنه يخلق الحاجة إلى السيولة.
- الموردون متحمسون لبيع منتجاتهم للشركات التي تكون في حالة نمو.
- يرى الموظفون بأن نمو الشركات يساعد في خلق بيئة عمل جاذبة.

ومن الضروري أن تقوم الشركة بمقارنة معدل نموها مع معدلات النمو للشركات المنافسة. وذلك لتقييم أدائها وتحديد المنافسين الرئيسيين وللتعرف على فرص النمو المستقبلية.

إن نمو الشركات مرتبط بعوامل عديدة منها نمو الأسواق وشدة المنافسة. لذلك يجب أن تكون النسب المالية المستخدمة في تحليل النمو مستكملة بمعلومات عن استراتيجية الشركة، وعن المنافسين، ومعلومات عن نمو السوق والحصة السوقية للشركة .... الخ.

في هذا الفصل سوف نركز على قياس النمو من وجهة نظر مالية. وبالتحديد، فإن الفصل يسعى للإجابة على الأسئلة الرئيسية التالية المتعلقة بالنمو:

- ما هي سرعة نمو الشركة مع المحافظة على المخاطر المالية عند نفس المستوى (معدل النمو المستدام)؟
- هل النمو يخلق دائماً قيمة؟
- ما هي جودة النمو؟
- هل النمو مستدام؟
- هل النمو في ربحية السهم (EPS) يخلق دائماً قيمة؟

- هل النمو في النسب المالية الناجم عن إعادة شراء الأسهم يؤدي دائماً إلى إضافة قيمة؟
- ما هي العلاقة بين النمو والسيولة؟

أولا_ معدل النمو المستدام Sustainable growth rate

قد تضع الشركات أهدافاً استراتيجية فيما يتعلق بالحصة السوقية والنمو، لكن ربما لا تكون قادرة على تمويل تلك الأهداف من خلال النقدية المولدة داخلياً. في هذه الحالة، هناك عدد من الأساليب يمكن أن تعتمد عليها الشركة لتمويل إستراتيجيتها. على سبيل المثال، قد تلجأ الشركة إلى إصدار أسهم جديدة، أو زيادة الرفع المالي أو تخفيض التوزيعات على حملة الأسهم. وبالمقابل، قد تقوم الشركة بلجم طموحاتها وتعدل إستراتيجيتها بما يتوافق مع قدرتها المالية.

يعتبر معدل النمو المستدام مقياساً مفيداً للنمو، حيث يدل على قدرة الشركة على زيادة إيراداتها مع المحافظة على مستوى المخاطر المالية، أي المحافظة على الرافعة المالية عند نفس المستوى على الرغم من نمو الإيرادات. وإنه من المهم المعرفة والإحاطة بمعدل النمو المستدام عند تقييم الشركات وعند إجراء التصنيف الائتماني. كما أن تحليل معدل النمو المستدام يمكن أن يساعد في تحديد مصادر النمو المختلفة. ويمكن أن ندرك أهمية هذه الدراية بمعدل النمو المستدام عند تقدير جودة النمو.

يحسب معدل النمو المستدام كما يلي:

معدل النمو المستدام = {العائد على رأس المال المستثمر + (العائد على رأس المال المستثمر – صافي تكلفة الاقتراض) * (صافي الديون الخاضعة للفوائد / حقوق الملكية)} * حصة حقوق الأقلية * (1 – نسبة الدفع).

إن نسبة الدفع تمثل نسبة الأرباح الصافية الموزعة على المساهمين. وبناءً على معادلة حساب معدل النمو المستدام، نلاحظ بأنه من الواضح أن سياسة التوزيع تؤثر على معدل النمو المستدام. والعلاقة بينهما عكسية، حيث كلما ازدادت نسبة التوزيع كلما انخفض معدل النمو المستدام. لذلك عندما يتم توزيع كامل الربح على المساهمين (نسبة التوزيع 100%)، فإن معدل النمو المستدام يصبح صفر.

وبالعودة إلى معادلة حساب معدل النمو المستدام، فيمكن أن نلاحظ بأن العلاقة طردية بين نسبة الربحية ومعدل النمو المستدام، حيث أن الربحية الأفضل تسمح بتحقيق معدل أعلى للنمو المستدام. على سبيل المثال، افترض لديك المعلومات التالية:

- الرافعة المالية = 1
- صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة = 5%
- نسبة الدفع (التوزيع) = 0%

وبالاعتماد على الافتراضات السابقة، فإن معدل النمو المستدام للشركة يمكن أن يحسب بدلالة الربحية التشغيلية (العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة). فإذا كان العائد على رأس المال المستثمر 5% في الحالة الأولى، وفي الحالة الثانية ارتفع إلى 10%، فإن معدل النمو المستدام يصبح:

في الحالة الأولى:

معدل النمو المستدام = 5% + (5% − 5%) *1 * (1 − 0) = 5%

في الحالة الثانية:

معدل النمو المستدام = 10% + (10% − 5%) *1 * (1 − 0) = 15%

بناءً عليه، فإن معدل النمو المستدام ازداد من 5% إلى 15% نتيجة لزيادة العائد على رأس المال المستثمر، وهذا ما يعكس العلاقة الايجابية بينهما.

أما بالنسبة لتأثير الرافعة المالية على معدل النمو المستدام، فإنه يتوقف على قدرة الشركة على تحقيق عائد على رأس المال المستثمر يفوق صافي معدل الاقتراض. ولتوضيح العلاقة بين الرافعة المالية ومعدل النمو المستدام نضرب المثال التالي:

افترض لديك المعلومات التالية المتعلقة بشركتين تعملان في نفس القطاع:

النسب المالية	الشركة1	الشركة2
العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة	%3	%7
صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة	%5	%5
حصة حقوق الأقلية	1	1
نسبة التوزيع	%0	%0

بالاعتماد على الافتراضات السابقة، فإننا نلاحظ بأن العائد على رأس المال المستثمر في الشركة2 يتجاوز صافي معدل الاقتراض، وهذا ما يؤدي إلى مساهمة الرفع المالي وبشكل إيجابي في معدل النمو المستدام. من جهة أخرى، فإن الرفع المالي يؤثر سلباً على معدل النمو المستدام في الشركة1 لأن صافي معدل الاقتراض يتجاوز العائد على رأس المال المستثمر.

ويمكن حساب معدل النمو المستدام للشركتين السابقتين كالآتي:

الشركة1:

معدل النمو المستدام = $3\% + (3\% - 5\%) * 1 * (1 - 0) = 1\%$

الشركة2:

معدل النمو المستدام = $7\% + (7\% - 5\%) * 1 * (1 - 0) = 9\%$

بالنسبة للشركة1، فإن الرفع المالي يؤثر سلباً على معدل النمو المستدام، وذلك لأن الفرق بين العائد على رأس المال المستثمر وصافي تكلفة الاقتراض أصغر

من الصفر (سالب). على سبيل المثال، افترض أن درجة الرفع المالي (2)، فإن معدل النمو المستدام سيصبح (−1%).

بالخلاصة، هناك ثلاثة مصادر رئيسية تؤثر في معدل النمو المستدام وهي: الربح التشغيلي والرفع المالي وسياسة التوزيع. لكن لنأخذ بعين الاعتبار التساؤل التالي:

هل الشركات تسعى دائماً للحصول على معدل عالي للنمو المستدام؟

إن المعدل المرتفع للنمو المستدام يدل على أن الشركة قد اختارت إعادة استثمار معظم أرباحها المحاسبية وبالتالي قررت عدم توزيعها على المساهمين. من وجهة نظر المساهمين، فإن هذا القرار يمكن أن يكون جاذب فقط في حال كانت الاستثمارات الجديدة موجهة لمشاريع مربحة تخلق قيمة. أما بالنسبة للمقرضين، فإن ارتفاع معدل النمو المستدام يخفض من مخاطر الائتمان لأن الجزء الأكبر من الربح الصافي يبقى في الشركة.

ثانياً_ هل النمو يخلق دائماً قيمة؟

بالإضافة إلى معدل النمو المستدام، هناك الكثير من مقاييس النمو منها:

- النمو في الإيرادات.
- النمو في الربح التشغيلي (EBIT).
- النمو في الأرباح الصافية.
- النمو في التدفقات النقدية الحرة.
- النمو في التوزيعات.
- النمو في رأس المال المستثمر.
- النمو في القيمة الاقتصادية المضافة.

من خلال الجدول رقم 5−1، يمكننا توضيح تأثير النمو في البنود المحاسبية المختارة والمستخدمة عادة من قبل المحللين.

الجدول رقم 5-1: النمو في البنود المحاسبية ومقاييس الأداء المختارة (الشركة X)

البيان	السنة1	السنة2	السنة3	السنة4	المتوسط
الإيرادات	%20	%2	%3	%17	%10
EBIT	%34	%40)	(%21)	(%6)	(%8)
الأرباح الصافية	%34	(%65)	%22	(%24)	(%8)
رأس المال المستثمر	%69	%0	(%12)	%26	%21
حقوق الملكية	%29	%8	(%8)	%19	%12
التدفقات النقدية الحرة	(%199)	(%126)	%368	(%186)	(%36)
معدل النمو المستدام	%33	%7	%9	%6	%14

إن مقارنة معدلات النمو المختلفة للشركة X يكشف صورة متباينة للنمو. حيث أن النمو في الإيرادات ورأس المال المستثمر وحقوق الملكية يزداد بالمتوسط بـ 10% - 21% - 12% سنوياً. بالإضافة إلى أن معدل النمو المستدام وصل إلى 14% بالمتوسط. وهذه الأرقام تشير إلى أن هناك نمو في أعمال الشركة. لكن من جهة أخرى، هناك تراجع في متوسط معدل النمو في الأرباح الصافية والربح التشغيلي بلغ 8% لكل منهما. كما أن هناك أيضاً معدل نمو سالب في التدفقات النقدية الحرة بلغ بالمتوسط 36%. بناءً على ما سبق، هل شركة X في حالة نمو أم لا؟

إن الزيادة في الأرقام المحاسبية مثل الإيرادات ورأس المال المستثمر تبين بأن هناك حالة نمو في أعمال الشركة. بالمقابل فإن مقاييس الأداء تشير إلى معدلات نمو سالبة.

عند تحليل معدلات النمو السابقة، لابد أن نأخذ بعين الاعتبار بأن الأرقام المحاسبية الإيجابية غير كافية من منظور المساهمين. حيث أن خلق القيمة لا

يمكن تحقيقه إلا إذا كانت العوائد المحاسبية ROIC تتجاوز تكلفة رأس المال WACC، أو إذا كان العائد على الملكية ROE يتجاوز العائد المطلوب من قبل المستثمرين Re. ويمكن توضيح ذلك بأحد الأسلوبين التاليين:

1) القيمة المضافة (القيمة الاقتصادية المضافة EVA) =

(العائد على رأس المال المستثمر ROIC – تكلفة رأس المال WACC) * رأس المال المستثمر

2) القيمة المضافة (الدخل المتبقي RI) =

(العائد على الملكية ROE – العائد المطلوب من قبل المستثمرين Re) * حقوق الملكية

من خلال المقياسين السابقين يمكن الحصول على نفس النتائج. حيث أن القيمة المضافة الايجابية تعتبر كافية للتأكد بأن هناك خلق للقيمة من منظور المساهمين. كما أن النمو في الأعمال لا يتحقق إلا إذا كان هناك زيادة في القيمة المضافة.

إن الجدول رقم 5–2 يبين القيمة المضافة (EVA) في الشركة X بالاعتماد على التقارير السنوية. وذلك بافتراض أن تكلفة رأس المال WACC ثابتة بمعدل 9% في الأربع سنوات.

الجدول رقم 5–2: حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA بالاعتماد على التقارير السنوية للشركة X

البنود (مليون ليرة)	السنة1	السنة2	السنة3	السنة4
العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة	%24.7	%8.9	%6.9	%7.4
WACC	%9	%9	%9	%9
رأس المال المستثمر	276.7	466.5	468.6	412.6

EVA	43.6	(0.6)	(9.6)	(6.5)
النمو في EVA		(%101)	(%1,465)	%32
سعر السهم	220	133	108	119

كما هو واضح في الجدول، فإن النمو في EVA سالب في السنوات الأربع. فمن (43.6) مليون في السنة الأولى، لتصبح EVA سالبة في كل سنة من السنوات القادمة. أي أن النمو في الإيرادات ورأس المال المستثمر لم يخلق قيمة، وذلك لأن EVA سالبة. بالتالي، ومن منظور المساهمين، فإن شركة X ليست في حالة نمو. ويمكن التحقق من ذلك عن طريق متابعة سعر سهم الشركة خلال الأربع سنوات محل الدراسة.

بشكل عام، يتحقق النمو في EVA من:

- زيادة العائد على رأس المال المستثمر ROIC.
- تخفيض تكلفة رأس المال WACC.
- النمو في رأس المال المستثمر بشرط أن يكون هذا النمو مربح (ROIC > WACC).

ثالثاً_ ما هي جودة النمو؟

يعتبر تحليل النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA من المسائل الهامة التي من شأنها أن تحول دون أي تفسير خاطئ للنمو. ومن المناسب في هذا السياق، أن نطرح التساؤل التالي:

ما هو السبب الأساسي للنمو في EVA؟

في هذا القسم سوف نعرض ونناقش بعض العناصر المالية المسببة للنمو. وسنعتمد على نموذج دي بونت DuPont في تحليل النمو.

الجدول رقم 5-3: هيكل تحليل النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA – نموذج DuPont

<table dir="rtl">
<tr><th colspan="3">التغير في القيمة الاقتصادية المضافة EVA</th></tr>
<tr><th colspan="2">التغير في العائد على رأس المال المستثمر ROIC</th><th>التغير في تكلفة رأس المال WACC</th></tr>
<tr><td>النمو في EVA الناجم عن النمو في الأعمال الرئيسية</td><td>النمو في EVA الناجم عن البنود المؤقتة</td><td></td></tr>
<tr><td>• التغير في العمليات
• التغير في الاستثمارات المتعلقة بالمشاريع القائمة
• التغير في الاستثمارات المتعلقة بالمشاريع الجديدة</td><td>• التغير في معدل الضريبة
• التغير في البنود المؤقتة
• التغير في المبادئ المحاسبية
• التغير في التقديرات المحاسبية</td><td>• التغير في تركيبة رأس المال
• التغير في معدل الفائدة
• التغير في المخاطر
• التغير في معدل الضريبة</td></tr>
</table>

إن نموذج DuPont الملخص في الجدول رقم 5-3 يوضح بأن التغير في القيمة الاقتصادية المضافة EVA ينجم عن التغيرات في الربحية (العائد على رأس المال المستثمر)، والتغيرات في تكلفة رأس المال (WACC). وهنا لابد من الإشارة إلى محدودية الإجراءات التي يمكن أن تتخذها الشركات لتخفيض تكلفة رأس المال. حيث أن المقرضين والملاك يعملون في سوق تتمتع بالتنافسية، وبالتالي سوف يقومون بالتمويل بناءً على معدلات تنافسية تعكس المخاطر الأساسية. أي أن الشركة لا تستطيع تخفيض تكلفة رأس المال إلا عن طريق تغيير تركيبة رأس المال.

بناءً عليه، فإننا سنركز في هذا القسم على التغيرات في الربحية (العائد على رأس المال المستثمر) التي أما أن تنجم عن التغيرات في الأعمال الرئيسية أو التغيرات في البنود المؤقتة.

1) النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA الناجم عن النمو في الأعمال الرئيسية:

بشكل عام، فإنه من المفترض أن الإيرادات الناجمة عن الأنشطة الرئيسية للشركة أفضل وأكثر جاذبية من الإيرادات المؤقتة أو العارضة، وذلك على اعتبار أن إيرادات الأنشطة الرئيسة أكبر حجماً ومن المتوقع دوريتها وتكرارها. يمكن تحسين الإيرادات من الأنشطة الرئيسية بأساليب متعددة منها:

- إدخال سياسة تسعير مربحة أكثر.
- بيع أقل لكن للمنتجات الأكثر ربحية.
- استخدام طرائق إنتاج أكثر كفاءة.
- تغيير أسلوب التسويق.
- تحسين الأداء الإداري.
- الاستغلال الأمثل لرأس المال المستثمر.

وكما هو مبين في المثال المتعلق بالشركة X، فإن الاستثمارات في المشاريع القائمة أو الجديدة قد تؤدي إلى نمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA إذا كان العائد على الاستثمارات الجديدة أكبر من تكلفة رأس المال.

2) النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA الناجم عن البنود المؤقتة:

إن كافة البنود المحاسبية تساهم وبشكل مباشر في النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA، لكن بعض هذه البنود مؤقتة بطبيعتها ولا تستمر في المستقبل، ومنها:

- المكاسب والخسائر الناجمة عن بيع الأصول غير المتداولة.

- تكاليف إعادة الهيكلة.
- العمليات غير المستمرة.
- التغير في معدل الضريبة.
- التغيرات في التقديرات المحاسبية.
- التغيرات في السياسات المحاسبية.

إن النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA الناجم عن التحسن في الأعمال الرئيسية أفضل من النمو الناجم عن البنود المؤقتة. حيث أن التحسن في الأعمال الرئيسية من المحتمل أكثر أن يستمر بالمقارنة مع التحسن الناجم عن التخلص من الأصول غير المتداولة أو عن التغيرات في التقديرات المحاسبية (أي البنود المؤقتة).

بناءً على ما تقدم، نلاحظ أهمية تحليل جودة النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA، وتحديد مصدره فيما كان ناجماً عن التحسن في الأعمال الرئيسية أو عن التحسن في البنود المؤقتة.

رابعاً_ هل النمو مستدام (مستمر)؟

أحد الأغراض الرئيسية من تحليل النمو يتمثل في تقدير النمو في المستقبل. ويتم ذلك عن طريق المقارنة بين معدل النمو في الإيرادات في السنوات الماضية مع فرص النمو المستقبلية. وإن النمو المحتمل سيكون متأثراً بمدى نمو السوق. وهنا لابد من أن نأخذ بعين الاعتبار درجة المنافسة في السوق، والتهديدات من الداخلين المحتملين والقدرات التنافسية النسبية.

لقد ناقشنا سابقاً بأن النمو الناجم عن التحسن في الأعمال الرئيسية يستمر أكثر من النمو المعتمد على بنود محاسبية مؤقتة. والسؤال هو: ما مدى استقرار كل بند من البنود المحاسبية وبالتالي النسب المالية المشتقة من تلك البنود عبر الزمن؟ حيث أن الاستقرار في البنود المحاسبية يجعل من السهل التنبؤ بالأرباح

المستقبلية. يمكننا قياس الاستقرار عن طريق معاملات الارتباط، أي بفحص كيفية ارتباط البنود المحاسبية والنسب المالية عبر الزمن. على سبيل المثال، إن الجدول رقم 5–4 يبين الارتباط بين النمو في الإيراد في السنة (0) من جهة والنمو في الإيراد في السنوات الخمس التالية من جهة أخرى. فكلما كان الارتباط أعلى، كلما كان هناك استقرار أكبر في البنود المحاسبية.

كما هو مبين في الجدول رقم 5–4، فإن الارتباط بين النمو في الإيراد في السنة (0) والسنة (1) بلغ 32.3% فقط، وهذا يعكس استقرار محدد. لكن بالمقابل، فإن الجدول يبين أيضاً معاملات الارتباط بالنسبة لهوامش الربح EBITDA & EBIT ولمعدل دوران الأصول الملموسة وللعائد على رأس المال المستثمر. حيث تكشف معاملات الارتباط هذه بأن هوامش الربح ومعدلات الدوران تبقى مستقرة وبدرجة عالية عبر الزمن. على سبيل المثال، فإن معامل الارتباط بين هامش الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT في السنة الحالية (السنة 5) وهامش الربح قبل ست سنوات مضت بلغ 83%. بالإضافة إلى ذلك فقد قمنا بحساب نسبة البنود الاستثنائية إلى الإيراد، حيث أن معامل الارتباط بين هذه النسبة اليوم (السنة 5) وما كانت عليه قبل ست سنوات مضت بلغ 21% فقط.

أخيراً، لابد من الإشارة إلى أننا سنناقش في الفصل السابع كيفية تقدير مسببات القيمة المالية Financial value drivers التي تساعدنا في تحليل النمو وتقدير مدى استدامته.

الجدول رقم 5–4: قياس استقرار نسب مالية مختارة (معاملات الارتباط)

ارتباط كل سنة من السنوات الخمس مع السنة الأولى (السنة 0)	السنة 1	السنة 2	السنة 3	السنة 4	السنة 5
النمو في الإيراد	32.3	15.44	12.53	10.9	11.87

هامش الربح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA	97.25	93.91	90.64	89.01	85.75
هامش الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT	96.9	92.06	88.59	86.41	83.4
البنود الاستثنائية / الإيراد	47.07	36.25	29.48	23.17	20.96
الأصول الملموسة / الإيراد	89.14	80.82	78.68	77.68	74.71
العائد على رأس المال المستثمر ROIC	77.19	65.04	58.39	54.2	51

خامساً_ هل النمو في ربحية السهم (EPS) يخلق دائماً قيمة؟

غالباً ما يستخدم المحللون والمدراء وأعضاء مجالس الإدارة ربحية السهم (EPS) كمقياس للأداء في حالات مختلفة. فالمحللون يستخدمون النمو في ربحية السهم EPS في تقييم الأعمال. حيث أنه على الأرجح هناك ارتباط ايجابي بين النمو في ربحية السهم EPS وقيمة الشركة. ويمكن توضيح ذلك عن طريق نموذج خصم التوزيعات Dividend discount model. فإذا افترضنا بأن معدل النمو في التوزيعات ثابت، فإن نموذج خصم التوزيعات يكون كالآتي:

القيمة التقديرية للسهم = التوزيعات / (معدل العائد المطلوب – معدل النمو في التوزيعات)

وبما أن التوزيعات تساوي أرباح السهم EPS مضروبة بنسبة التوزيعات، فإن نموذج خصم التوزيعات يمكن إعادة صياغته كما يلي:

القيمة التقديرية للسهم = (أرباح السهم * نسبة التوزيع) / (معدل العائد المطلوب – معدل النمو في التوزيعات)

بناءً على نموذج خصم التوزيعات المعدل فإنه يبدو كلما ارتفعت أرباح السهم كلما أدى ذلك إلى ارتفاع قيمة الشركة. وبالتالي، سوف يقيم المحللون الشركة عند معدل أعلى إذا كانت أرباح السهم أعلى.

وفقاً لذلك، فإن مجالس الإدارة قد تستخدم أرباح السهم لتحديد علاوات ومكافآت الإدارة اعتماداً على فكرة أن تحسين أرباح السهم سيؤدي إلى رفع قيمة الشركة. على سبيل المثال، أعلنت الشركة X بأن المدراء التنفيذيين للشركة سوف يحصلون على الحد الأقصى للمعاشات إذا كان معدل نمو أرباح السهم يتجاوز التضخم بمعدل 8% على الأقل، بالمقارنة مع 12% في السنة الماضية. وصرحت الشركة بأن هذا المعدل الجديد المستهدف قد كان تحدياً في ظل المناخ الاقتصادي الحالي.

كما هو مبين في المثال السابق، فإن مكافآت وعلاوات المدراء في الشركة X قد اعتمدت على معدل النمو في أرباح السهم EPS. حيث كان يتوجب في السنة الماضية أن تنمو أرباح السهم بمعدل 12% زيادة عن التضخم، بينما في هذه السنة ولكي يحصل المدراء على العلاوات، فإن معدل النمو في أرباح السهم يجب أن يتجاوز التضخم بمعدل 8%.

لكن لابد من الإشارة إلى أن استخدام النمو في أرباح السهم كمقياس للأداء في عقود العلاوات والمكافآت يثير العديد من القضايا غير المؤكدة والمشكوك فيها. أي أنه من الممكن تحقيق نمو في أرباح السهم وإهلاك لقيمة الشركة بنفس الوقت، وهذا ما يجعل من استخدام الأرقام المحاسبية مثل أرباح السهم EPS كمقاييس للأداء موضع شك وريبة.

ولمزيد من الإيضاح، فإن الجدول رقم (5-5) يعتبر مثالاً عن النمو في ربحية السهم EPS و القيمة الاقتصادية المضافة EVA. حيث افترضنا بأن الشركة ممولة بالكامل من الملاك وعدد الأسهم ثابت. أي أن صافي الربح التشغيلي بعد

الضريبة يساوي الأرباح الصافية. بالإضافة إلى ذلك، فقد افترضنا بأن معدل العائد المطلوب من المستثمرين 10%.

الجدول رقم 5-5: مثال عن النمو في ربحية السهم EPS وفي القيمة الاقتصادية المضافة EVA

السنة	1	2	3	4	5	6
الربح التشغيلي بعد الضريبة	100	115	132.3	152.1	174.9	201.1
النمو في ربحية السهم EPS		%15	%15	%15	%15	%15
رأس المال المستثمر	1,000	1,250	1,562.5	1,953.1	2,441.4	3,051.8
النمو في رأس المال المستثمر		%25	%25	%25	%25	%25
تكلفة رأس المال	100	125	156.3	195.3	244.1	305.2
القيمة الاقتصادية المضافة EVA	0	(10)	(24)	(43.2)	(69.2)	(104)
النمو بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA			(%140)	(%80)	(%60)	(%50)

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن معدل النمو في ربحية السهم EPS بلغ 15% سنوياً، وهذا يشير مباشرة إلى أن هناك تطور كبير. وإذا كانت الأرقام السابقة تمثل اتجاهات الأرباح في الشركة X، فإن المدراء التنفيذيين كانوا سيحصلون على علاوات (إلا إذا كان معدل التضخم أعلى من 7% = 15% − 8%). لكن النمو في ربحية السهم EPS أقل من النمو في رأس المال المستثمر (25%)، وهذا يخفض الربحية الإجمالية للشركة. وبغض النظر عن نقطة البداية (السنة الأولى)، فإن القيمة الاقتصادية المضافة EVA سلبية. بالتالي، فإن المثال يوضح بأن القرارات الاقتصادية المعتمدة على ربحية السهم EPS،

وتجاهل الاستثمارات ربما يؤدي إلى قرارات غير رشيدة. حيث أن المدراء في المثال السابق كانوا سيحصلون على علاوات على الرغم من أنهم لا يعملون على رفع قيمة الشركة خلال الفترة محل التحليل. بناءً عليه، فإنه من الضروري الحذر عند استخدام النمو في EPS كمؤشر على أداء الإدارة.

سادساً_ هل النمو في النسب المالية الناجم عن إعادة شراء الأسهم يخلق دائماً قيمة؟

لقد أصبح من الشائع بالنسبة للشركات أن تقوم بإعادة شراء أسهمها الخاصة أكثر من استخدام فائض النقدية في توزيع الأرباح. والجدال المتعلق بعمليات إعادة شراء الأسهم يتمثل بأن تلك العمليات تؤدي إلى تحسن النسب المالية بما فيها ربحية السهم EPS، وهذا ما يقود افتراضياً إلى زيادة قيمة الشركة.

إن برامج إعادة شراء الأسهم أصبحت من البرامج الشائعة في كثير من بلدان العالم. فعلى سبيل المثال، إذا أخذنا عمليات إعادة شراء الأسهم في هولندا خلال السنوات الأخيرة الماضية، فإن عدد من الشركات الهولندية قد تبنت برامج لتلك العمليات. فمثلاً، شركة فيليبس أعادت شراء أسهمها الخاصة خمس مرات خلال أربع سنوات.

هناك الكثير من الأدلة التي تثبت الاستخدام المتزايد لبرامج إعادة شراء الأسهم. حيث أن البيانات خلال الفترة الممتدة من 1977 إلى 2004 في الولايات المتحدة الأمريكية، تشير إلى أن المستثمرين في بداية الفترة قد حصلوا على عوائدهم بشكل كامل تقريباً عن طريق التوزيعات. لكن في السنوات الأخيرة من الفترة الزمنية، فإن تسديد العوائد للمستثمرين كان مقسماً بالتساوي تقريباً بين التوزيعات وإعادة شراء الأسهم. حتى أنه في عام 2004 شكلت التسديدات للمستثمرين عن طريق إعادة شراء الأسهم الجزء الأعلى من التسديدات الإجمالية بالمقارنة مع التوزيعات.

أما فيما يتعلق بتأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على ربحية السهم EPS، فإن تلك العمليات تؤدي إلى نمو في EPS فقط عندما يكون العائد على رأس المال المستثمر أعلى من معدل الاقتراض. أما إذا كان معدل الاقتراض أعلى من العائد على رأس المال المستثمر، فإن إعادة شراء الأسهم ستؤدي إلى نتائج سلبية على ربحية السهم EPS. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول رقم 5-6 الذي يبين أن النمو الايجابي في النسب المالية بما فيها EPS الناجم عن عمليات إعادة شراء الأسهم يتطلب عائداً على رأس المال المستثمر يتجاوز معدل الاقتراض.

كما أن الجدول يبين أيضاً بأن الشركات التي تعتمد على ربحية السهم EPS أو على مقاييس مالية مشابهة في احتساب تعويضات الإدارة، ربما تجد أنه من الملائم أكثر أن تغير سياسة التوزيع لديها بحيث تكون التوزيعات مدفوعة للمساهمين عن طريق عمليات إعادة شراء الأسهم (بشرط أن يكون العائد على رأس المال المستثمر أعلى من معدل الاقتراض). وهذا ربما يفسر إقدام العديد من الشركات على عمليات إعادة شراء الأسهم بدلاً من دفع التوزيعات للمساهمين.

الجدول رقم 5-6: تأثير إعادة شراء الأسهم على ربحية السهم EPS بافتراض علاقات مختلفة بين العائد على رأس المال المستثمر ومعدل الاقتراض

	العائد على رأس المال المستثمر < معدل الفائدة	**العائد على رأس المال المستثمر = معدل الفائدة**	**العائد على رأس المال المستثمر > معدل الفائدة**
قبل إعادة شراء الأسهم			
الإيرادات قبل الفائدة والضريبة (EBIT)	3,000	5,000	7,000

المصروفات المالية	(1,000)	(1,000)	(1,000)
النتيجة الصافية	2,000	4,000	6,000
عدد الأسهم	800	800	800
EPS	2.5	5	7.5
حقوق الملكية	80,000	80,000	80,000
صافي الديون الخاضعة للفائدة	20,000	20,000	20,000
رأس المال المستثمر	100,000	100,000	100,000
العائد على رأس المال المستثمر	%3	%5	%7
بعد إعادة شراء الأسهم			
الإيرادات قبل الفائدة والضريبة (EBIT)	3,000	5,000	7,000
المصروفات المالية	(2,500)	(2,500)	(2,500)
النتيجة الصافية	500	2,500	4,500
عدد الأسهم	500	500	500
EPS	1	5	9
حقوق الملكية	50,000	50,000	50,000
صافي الديون الخاضعة للفائدة	50,000	50,000	50,000

رأس المال المستثمر	100,000	100,000	100,000
العائد على رأس المال المستثمر	%3	%5	%7
النمو في ربحية السهم EPS	(%60)	%0	%20

سابعاً_ العلاقة بين النمو والسيولة

إن النمو غالباً ما يؤدي إلى استهلاك النقدية، حيث يحتاج إلى استثمارات في الأصول غير المتداولة مثل الممتلكات والمصانع والمعدات. بالإضافة إلى أن رأس المال العامل عادة ما يزداد مع النمو. كما أن ارتفاع المبيعات الناجم عن النمو غالباً ما يؤدي إلى ارتفاع الذمم التجارية المدينة والمخزون.

من خلال دراسة أجريت على عينة ضخمة من الشركات الأوربية لفحص العلاقة بين نمو المبيعات والتدفقات النقدية الحرة، فقد تبين بأن العلاقة بينهما سلبية إلى حد كبير. وهذا يعني بأن نمو المبيعات مرتبط باستهلاك النقدية. لذلك فإنه من المهم أن يكون النمو مترافق مع مراقبة دقيقة للتدفقات النقدية. فإذا لم يكن هناك كفاءة في إدارة النقدية فإن الشركات ربما تتوقف عن سداد التزاماتها.

الجدول رقم 5-7 يوضح ماذا يحدث بالنسبة لشركة في حالة نمو عندما ينفذ ما لديها من نقدية. يتضمن الجدول البيانات المالية الرئيسية المتعلقة بشركة Bioscan التي تقوم بتصنيع المصافي الحيوية المستخدمة في تحويل النفايات العضوية مثل السماد العضوي والنفايات من الصناعات الغذائية والنفايات السائلة إلى:

- مياه نظيفة.
- مصدر نظيف للطاقة.
- مخصبات.

الجدول رقم 5-7: البيانات المالية الرئيسية في شركة Bioscan

البنود (المبالغ بالآلاف)	السنة1	السنة2	السنة3	السنة4	السنة5	المجمع المتراكم
الإيرادات	2,748	17,976	23,396	32,422	16,247	92,789
الأرباح التشغيلية (EBIT)	(5,935)	(23,245)	(41,396)	2,408	(29,466)	(97,634)
التدفقات النقدية الحرة FCF	(18,356)	(35,894)	(25,725)	(10,838)	(10,293)	(101,106)
القيمة السوقية للشركة	339,015	417,782	57,669	42,733	98,502	

في البداية، تبدو الفكرة جيدة بأن تقوم بتحويل النفايات إلى مياه نظيفة وطاقة ومخصبات. كما أن الاتجاه في إيرادات الشركة على مدى الفترات الزمنية محل الدراسة يدعم هذه الفكرة. فمن خلال الجدول السابق نلاحظ بأن إيرادات شركة Bioscan كانت متواضعة في السنة الأولى حيث بلغت ما يقارب 3 ملايين، إلا أن الإيرادات نمت بشكل كبير في السنوات القادمة لتتجاوز 32 مليون في السنة الرابعة. لكن وعلى الرغم من النمو الكبير في المبيعات، إلا أن الأرباح التشغيلية كانت سالبة خلال كافة السنوات محل الدراسة باستثناء السنة الرابعة. وبنفس الوقت، كانت التدفقات النقدية بعد الاستثمارات (التدفقات النقدية الحرة FCF) سالبة في كافة السنوات محل الدراسة، وبالإجمالي فقد بلغت التدفقات النقدية السالبة 101 مليون تقريباً. إن الأرقام السابقة تشير إلى أن الشركة تواجه مخاطر كبيرة فيما يتعلق بالسيولة. بالإضافة إلى ذلك، فإن سعر سهم الشركة قد هبط بشكل حاد خلال السنة الثالثة واستمر بالهبوط في السنة الرابعة. ويمكن أن نلاحظ من خلال الجدول السابق بأن القيمة السوقية للشركة قد انخفضت من 339 مليون في السنة الأولى إلى ما يقارب 43 مليون في السنة الرابعة. لكن

القيمة السوقية ارتفعت في السنة الخامسة لتصل إلى 99 مليون تقريباً. وبالنتيجة، فإن شركة Bioscan قد توقفت عن سداد التزاماتها خلال السنوات القليلة القادمة وأفلست بعد ذلك.

إن المثال السابق عن شركة Bioscan يبين أن النمو في الإيرادات فقط غير كافي. فإذا لم يخلق النمو ربحاً كافياً، وإذا لم يكن هناك كفاءة في إدارة النقدية والأصول غير المتداولة ورأس المال العامل، فإن ذلك سينعكس سلباً على سيولة الشركة.

أسئلة الفصل الخامس

1) كيف يقاس معدل النمو المستدام؟

2) ما هي المعلومات الممكن استخراجها من معدل النمو المستدام؟

3) ما هي العوامل المؤثرة في معدل النمو المستدام؟

4) كيف يقاس معدل النمو إذا كان الهدف الرئيسي يتمثل بخلق القيمة؟

5) كيف يمكننا تحليل جودة النمو؟

6) النمو في ربحية السهم EPS يخلق دائماً قيمة، صح أو خطأ؟

7) هل عمليات إعادة شراء الأسهم تؤدي دائماً إلى تحسن في ربحية السهم EPS؟

8) ما هي العلاقة بين معدل النمو والسيولة؟

9) حل المسألة التالية:

بفرض لديك المعلومات التالية العائدة للشركة X:

- الرافعة المالية = 1
- صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة = 4%
- نسبة الدفع (التوزيع) = 0%
- العائد على رأس المال المستثمر = 4%

المطلوب:

1) حساب معدل النمو المستدام.

2) في حال ارتفع العائد على رأس المال المستثمر ROIC إلى 9%، احسب معدل النمو المستدام مع مناقشة النتائج.

10) حل المسألة التالية:

بفرض لديك المعلومات التالية المتعلقة بالشركتين X & Y اللتان تعملان في نفس القطاع:

النسب المالية	الشركة X	الشركة Y
العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة	%4	%8
صافي تكلفة الاقتراض بعد الضريبة	%6	%6
الرفع المالي	1	1
حصة حقوق الأقلية	1	1
نسبة التوزيع	%0	%0

المطلوب:

1) حساب معدل النمو المستدام للشركتين X & Y.
2) ناقش تأثير الرفع المالي على معدل النمو المستدام في الشركتين.
3)

11) حل المسألة التالية:

ليكن لديك المعلومات التالية العائدة للشركة X:

البنود (مليون ليرة)	السنة 1	السنة 2	السنة 3
العائد على رأس المال المستثمر بعد الضريبة	%24	%8	%6
WACC	%9	%9	%9
رأس المال المستثمر (مليون ليرة)	275	465	470

المطلوب:

1) حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA في السنوات الثلاث.
2) حساب معدل النمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA.
3) مناقشة النتائج.

12) حل المسألة التالية:

فيما يلي بيان الدخل المكثف للشركة X عن الفترة المالية المنتهية في نهاية عام 2011:

بيان الدخل المكثف عن الفترة المالية المنتهية في 12/31/ 2011

البنود المحاسبية	الإجمالي
الإيرادات الصافية	600
تكلفة البضاعة المباعة	(150)
مجمل الربح	**450**
المصروفات التشغيلية (باستثناء الاستهلاك والإطفاء)	(78)
الأرباح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء (EBITDA)	**372**
الاستهلاك	(42)
الأرباح قبل الفائدة والضريبة (EBIT)	**330**
الدخل المالي	15
المصروفات المالية	(45)
الأرباح قبل الضريبة (EBT)	**300**
الضريبة	(90)
الأرباح الصافية	**210**

المطلوب:

1) إعداد بيان الدخل لأغراض التحليل المالي.

2) إذا افترضنا بأن معدل النمو في أرباح السهم EPS: 15% خلال السنوات الثلاث القادمة (2012، 2013، 2014). والمطلوب حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT للسنوات الثلاث.

3) بفرض لديك المعلومات التالية:

- رأس المال المستثمر في عام 2011: 2,000.
- معدل النمو في رأس المال خلال السنوات الثلاث القادمة: 20%.
- معدل العائد المطلوب من المستثمرين 10%.

والمطلوب حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

4) بناءً على إجاباتك على الأسئلة السابقة، ناقش العلاقة بين النمو في ربحية السهم EPS والنمو في القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

الفصل السادس

تحليل مخاطر السيولة

Liquidity risk analysis

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- إدراك مدى أهمية السيولة (النقدية).
- معرفة وإدراك مفهوم مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل.
- حساب وتفسير النسب المالية المستخدمة في قياس مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل.
- معرفة محاسن ومساوئ النسب المالية المستخدمة في قياس مخاطر السيولة.
- إدراك أن استخدام النسب المالية ما هو إلا أسلوب من الأساليب المتعددة الممكن استخدامها في قياس مخاطر السيولة.

مخاطر السيولة Liquidity risk

تعتبر السيولة من المسائل الهامة بالنسبة لأي مشروع. فبدون السيولة لا تستطيع الشركات دفع التزاماتها المالية، ولا تستطيع تنفيذ استثماراتها، وفي بعض الحالات فإن نقص السيولة قد يؤدي إلى الإفلاس. وبالتالي فإنه من المهم تحليل مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل. إن تحليل مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل يبين قدرة الشركة على الإيفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل عند موعد استحقاقها. بينما مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل أو ما يعرف أحيانا بمخاطر الملاءة فإنها تشير إلى الوضع المالي للشركة على المدى الطويل الأجل وقدرتها على الوفاء بكافة التزاماتها المستقبلية. وبالتالي تعتبر مخاطر السيولة من المدخلات الهامة سواء عند تقييم الشركة محل التحليل أو عند تقييم جدارتها الائتمانية.

إن مخاطر السيولة تتأثر بقدرة الشركة على توليد صافي تدفق نقدي إيجابي سواء على المدى القصير الأجل أو على المدى الطويل الأجل. فالقدرة على مواجهة كافة الالتزامات الطويلة الأجل والقصيرة الأجل أمر جوهري بالنسبة لأي شركة لتكون قادرة على التصرف بحرية واستغلال الفرص المربحة.

نقص السيولة ربما:

- يحد من حرية عمل الإدارة.
- يخفض احتمال استغلال الفرص الاستثمارية المربحة.
- يزيد من المصروفات المالية.
- يؤدي إلى التوقف عن الدفع وربما إلى الإفلاس.

كما نلاحظ، فإن نقص السيولة غالباً ما يؤثر سلباً على ربحية الشركة. وإن أضرارها تصيب المساهمين بشكل خاص لأنهم لا يستطيعون الحصول على حصصهم من موجودات الشركة عند الإفلاس إلا بعد تسوية كافة حقوق أصحاب

المصالح. كما أن أطراف أخرى تتأثر نتيجة الإفلاس، فعلى سبيل المثال، قد يخسر الدائنون التعهدات المالية المرتبطة بالقروض، كما أن الموردين قد يخسرون أرصدة حساباتهم ويفقدون منافذ البيع، وقد يواجه الزبائن مخاطر نقص التوريد، وقد يخسر الموظفون أعمالهم. وبالتالي، فإنه من مصلحة كافة الأطراف المرتبطة بالشركة تنفيذ تحليل مناسب لمخاطر السيولة.

إن التقييم الكمي لمخاطر السيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل يمكن أن يعتمد على النسب المالية المعتمدة على الأرقام المحاسبية التاريخية، وعلى تقنيات مختلفة للتنبؤ بالتدفقات النقدية القصيرة الأجل والطويلة الأجل. في هذا الفصل سوف نركز على كيفية حساب وتفسير النسب المالية المستخدمة في قياس مخاطر السيولة. أما في الفصل السابع (التنبؤ)، فإننا سوف نوسع التحليل للتعرف على كيفية التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.

غالباً ما تستخدم النسب المالية للتنبؤ بمخاطر السيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل. على سبيل المثال، تعتمد وكالات التصنيف الائتماني على النسب المالية عند تحديد مخاطر الائتمان. كما أن المؤسسات المالية غالباً ما تتطلب من الشركات طالبة الائتمان المحافظة على معدلات محددة بالنسبة لبعض النسب المالية، بالإضافة إلى أن العديد من الشركات تقوم بتقييم زبائنها ومورديها بالاعتماد على بعض النسب المالية فقط. وعلى الرغم من أن النسب المالية تعتمد على الأرقام التاريخية وتصف جانباً من ربحية الشركة ووضعها المالي فقط، إلا أن ميزتها الرئيسية تتمثل بالانخفاض النسبي في تكلفة تنفيذها، حيث تتمتع بسهولة وسرعة الحساب.

أولاً_ قياس مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل:

فيما يلي سوف نقدم بعض النسب المالية الرئيسية المستخدمة في تقييم مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل.

1) دورة السيولة

تعتبر دورة السيولة من المؤشرات المهمة لمخاطر السيولة على المدى القصير الأجل، حيث تتمثل بعدد الأيام المطلوبة لتحويل رأس المال العامل إلى نقدية. وقد تسمى في مراجع أخرى بدورة النقدية عوضاً عن دورة السيولة. إن الفكرة الرئيسية لدورة السيولة تتمثل بأن المخزون والذمم التجارية المدينة تستهلك النقدية بينما الذمم التجارية الدائنة تولد النقدية. وبشكل عام، كلما كان عدد الأيام المستغرقة لتحويل رأس المال العامل إلى نقدية أقل كلما كان وضع السيولة أفضل. ويمكن حساب دورة السيولة على الشكل التالي:

دورة السيولة =

365 / (تكلفة البضاعة المباعة / المخزون) + 365 / (الإيرادات / الذمم المدينة) – 365 / (المشتريات الآجلة / الذمم الدائنة).

افترض بأنه لدينا المعلومات التالية المتعلقة برأس المال العامل لإحدى الشركات:

فترة التخزين	35 يوماً
فترة التحصيل	42 يوماً
فترة السداد	(27) يوماً
دورة السيولة	50 يوماً

بالاعتماد على المثال الرقمي السابق، نلاحظ بأن دورة السيولة تساوي 50 يوماً. وهذا يشير إلى أن رأس المال العامل يحتاج إلى 50 يوماً ليتحول إلى نقدية، وبالتالي فإن معدل دوران صافي رأس المال العامل تقريباً 7.3 (365 / 50). لذلك يتوجب على الشركات تخفيض طول دورة السيولة مما ينعكس بشكل إيجابي على تدفقاتها النقدية. ويمكن تخفيض طول فترة السيولة عن طريق الرقابة

المحكمة على المخزون وحسابات الزبائن، أو عن طريق الحصول على ائتمان إضافي من موردي الشركة.

يمكننا حساب القيمة التقريبية لدورة السيولة عن طريق قسمة عدد أيام السنة (365) على معدل دوران صافي رأس المال العامل:

- دورة السيولة = 365 / معدل دوران صافي رأس المال العامل.
- معدل دوران صافي رأس المال العامل =

الإيرادات / المخزون + حسابات الذمم المدينة + المصاريف المدفوعة مقدماً – الالتزامات التشغيلية.

إن الجدول رقم 6–1 يبين دورة السيولة خلال ست سنوات للشركة X. وفيما يلي العناصر المكونة لصافي رأس المال العامل في السنة الأولى:

البند المحاسبي	**المبالغ (مليون ليرة)**
المخزون	296.1
حسابات الذمم المدينة (قصيرة الأجل)	163.3
حسابات مستحقة الدفع	(126.7)
التزامات أخرى قصيرة الأجل	(9.4)
مصاريف مستحقة	(54.5)
صافي رأس المال العامل	268.8

الجدول رقم 6–1: دورة السيولة في الشركة X (أرصدة نهاية السنة)

البنود (مليون ليرة)	**السنة 1**	**السنة 2**	**السنة 3**	**السنة 4**	**السنة 5**	**السنة 6**
رقم الأعمال	1,307	1,434	1,879	2,113	2,642	2,390
صافي رأس المال العامل	269	233	258	355	682	355

دورة السيولة (يوم)	75	59	50	61	94	54
صافي رأس المال العامل، دورة السيولة = 50 يوم	180	197	258	290	363	328

بالاعتماد على المعلومات السابقة، فإن معدل دوران صافي رأس المال العامل في السنة الأولى 4.86 (1,307 / 269)، وبالتالي فإن دورة السيولة 75 يوماً (365 / 4.86).

من خلال الجدول رقم 6-1 يتبين لنا بأن هناك تحسن في دورة السيولة من السنة الأولى حتى السنة الثالثة، حيث انخفضت دورة السيولة 25 يوماً (من 75 يوماً في السنة الأولى إلى 50 يوماً في السنة الثالثة). من السنة الثالثة بدأت دورة السيولة تسوأ حيث وصلت في السنة الخامسة إلى 94 يوماً. وهذا التغير في دورة السيولة من السنة الثالثة حتى الخامسة قد أثر سلباً على التدفقات النقدية للشركة X. فلوا كانت الشركة قادرة على المحافظة على دورة سيولتها عند 50 يوماً من السنة الثالثة حتى الخامسة، فكانت ستحتاج إلى صافي رأس مال عامل يساوي 363 مليون ل.س (682 * 50 / 94) بالمقارنة مع صافي رأس المال العامل المحقق في السنة الخامسة والبالغ 682 مليون ل.س. هذا الاختلاف يوازي التأثير النقدي السلبي في السنة الخامسة والبالغ 319 مليون ل.س والذي لابد من تمويله من مصادر أخرى مثل المؤسسات المالية والمساهمين. وبافتراض أن معدل الفائدة 8%، فإن تكلفة تمويل 319 مليون ل.س تصل إلى 25.5 مليون ل.س سنوياً.

إنه من المهم التأكيد على أن دورة السيولة تصف فقط جزءً من السيولة الإجمالية للشركة. حيث أن عناصر هامة لا يتضمنها تحليل دورة السيولة، مثل الدخل والمصاريف التشغيلية والنفقات الرأسمالية. بالإضافة إلى ضرورة إجراء المقارنة

مع الشركات المماثلة للاستفادة من تحليل دورة السيولة. لكن وعلى الرغم من تلك العيوب، فإن تحليل دورة السيولة يشير إلى مشاكل السيولة المحتملة.

ملاحظة:

إن النسب المالية التي مصدر بياناتها من الميزانية تعتمد على الأرصدة في نهاية الفترة أكثر من اعتمادها على متوسط الأرصدة. وذلك انطلاقاً من الرغبة للعمل مع أحدث البيانات من جهة، كما أنها تزودنا بصورة أكثر دقة عن الأداء الحالي من جهة أخرى. لكننا بنفس الوقت نعترف بأن الاعتماد على متوسط الأرصدة يساعد في التغلب على مشكلة التغيرات الموسمية والأحداث العرضية التي قد تؤثر على دقة نتائج النسب المالية.

2) نسبة التداول

وهي مقياس بديل لمخاطر السيولة على المدى القصير الأجل، وتحسب هذه النسبة كما يلي:

نسبة التداول = الأصول المتداولة / الالتزامات المتداولة

أحياناً يتم استبعاد تأثير المخزون باعتباره من أصعب الأصول المتداولة تحولاً إلى نقدية. وهذا الاختلاف أو التضييق في نسبة التداول يطلق عليه نسبة السيولة السريعة. إن الفكرة الرئيسية لنسبة السيولة السريعة تقوم على تضمين الأصول المتداولة الأكثر تسييلاً فقط.

نسبة السيولة السريعة = (الأصول المتداولة – المخزون) / الالتزامات المتداولة

طالما أن نسبة السيولة السريعة تتضمن الأصول المتداولة الأكثر تسييلاً فقط، لذلك فإنها مؤشر أكثر تحفظاً وحذراً لمخاطر السيولة على المدى القصير الأجل بالمقارنة مع نسبة التداول. إلا أن النسبتين تحاولان الإجابة على التساؤل التالي: ما هو احتمال تغطية الالتزامات المتداولة بالأصول المتداولة في حالة التصفية؟

هناك قواعد مختلفة فيما يتعلق بتقدير مستوى نسبة التداول. حيث يتجادل الكثير من المحللين حول اعتبار مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل منخفضة إذا كانت نسبة التداول أكثر من (2). وفي الحقيقة، فإنه من الصعب تطبيق تلك القاعدة على كافة القطاعات والشركات.

إن الفائدة من نسبة التداول ونسبة السيولة السريعة تتوقف على مدى قدرتها على التنبؤ بالاحتياجات النقدية المستقبلية. إلا أن نسبة التداول كما دورة السيولة تعتمد على البيانات المالية التي تصف وضع صافي رأس المال العامل. لكن هناك جوانب مالية متعددة لا تغطيها النسبة. بالإضافة إلى ذلك، هناك شك فيما إذا كان صافي رأس المال العامل الحالي قادراً على التنبؤ بالوضع المستقبلي للنقدية المجمدة في رأس المال العامل. لذلك يمكن الاعتماد على مستوى أنشطة المشروع كمؤشر أفضل للدلالة على التطور في رأس المال العامل. فعلى سبيل المثال، فإن حسابات الذمم المدينة مرتبطة بالإيرادات. كما أن حجم المشتريات مرتبطة بحجم النشاط، فكلما كان نشاط الشركة أكبر كلما أدى ذلك إلى زيادة المشتريات وبالتالي زيادة في حسابات المخازن وفي الحسابات مستحقة الدفع.

أما بالنسبة لحالات التصفية، فهناك شك في إمكانية بيع الأصول بقيمتها الدفترية. على سبيل المثال، يتم الاعتراف بالمخزون في الميزانية العمومية بالتكلفة التي لا يمكن في كثير من الأحيان اعتبارها مؤشراً جيداً لقيمة المخزون عند التصفية. فإذا افترضنا بأن المخزون يتألف من معدات تكنولوجية ذات تقادم سريع وتتجه أسعارها للهبوط بشكل حاد عبر الزمن. في هذه الحالات، فإن سعر الشراء لا يعكس القيمة الفعلية القابلة للتحقق. كذلك فإن المبالغ الممكن تحصيلها من العملاء قد لا تتساوى مع قيمتها الدفترية. على سبيل المثال، في حالات خصم حسابات العملاء، فإن المؤسسات المالية تحسم مبلغاً مقابل

المخاطر والقيمة الزمنية للنقود. بناءً عليه فإن القيمة الدفترية للأصول المتداولة غالباً لا تعكس القيمة القابلة للتحقق.

أخيراً، قد يكون من الصعب تحديد معياراً عاماً لنسبة التداول. ولقد ذكرنا سابقاً بأن هناك جدل كبير حول اعتبار مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل منخفضة إذا كانت نسبة التداول أكثر من (2). لكن لا يمكننا التعامل وفقاً لقاعدة عامة مع كافة أنواع وقطاعات الأعمال المختلفة. فالشركات الصناعية عادةً ما تمتلك مخزون ضخم وأرصدة عالية لحسابات العملاء والتي تتجاوز وبشكل كبير الالتزامات التشغيلية. وبالعكس، فإن الشركات الخدمية تتميز بمستويات منخفضة من المخزون. وفي حقيقة الأمر، فإن الالتزامات المتداولة غالباً ما تتجاوز الأصول المتداولة في الشركات الخدمية. ولتوضيح هذه الفكرة، افترض بأن الشركة X تعمل في مجال صناعة الأجهزة الطبية، بينما الشركة Z تعمل في مجال رعاية الأطفال.

نسبة التداول	السنة 1	السنة 2
الشركة X	2.11	2.13
الشركة Z	1	0.96

إن نسبة التداول للشركة X تعادل ضعف نسبة التداول للشركة Z، وهذا يشير إلى أن مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل بالنسبة للشركة X منخفضة بالمقارنة مع الشركة Z. لكن هذا الاختلاف إنما يعود إلى اختلافات في نموذج العمل بالنسبة لهذين النوعين من الأعمال. فالأعمال التي تتصف بارتفاع رأسمالها مع تسليم منتجات مادية ملموسة مثل الشركة X، تتصف أيضاً بحكم طبيعتها بنسبة تداول عالية بالمقارنة مع شركات مثل الشركة Z حيث رأسمالها أقل كما أن مخرجاتها خدمات وليست منتجات مادية كما في الشركة X. بناءً

على المثال السابق، فإنه من المهم أن نأخذ بعين الاعتبار الاختلافات في البنية التشغيلية قبل تفسير نسبة التداول.

فيما يلي جدولاً يتضمن نسبة التداول المحسوبة من البيانات المالية للشركة X (شركة صناعية) على مدار ست سنوات (علماً بأن الشركة X قد واجهت مشاكل في السيولة وتوقفت عن سداد التزاماتها في السنة السابعة).

البيان (مليون ليرة)	السنة 1	السنة 2	السنة 3	السنة 4	السنة 5	السنة 6
إجمالي الأصول قصيرة الأجل	469	425	646	796	1,181	846
إجمالي الالتزامات قصيرة الأجل	211	367	596	636	802	980
نسبة التداول	**2.22**	**1.16**	**1.08**	**1.25**	**1.47**	**0.86**

كما نلاحظ، فإن نسبة التداول قد انخفضت من 2.22 في السنة الأولى إلى 0.86 في السنة السادسة، أي أصبحت الالتزامات المتداولة أكبر من الأصول المتداولة. وبما أن الشركة X شركة صناعية، فإنها من المتوقع أن تكون نسبة التداول أعلى من ذلك بكثير. وبالتالي فإن هذا الانخفاض في نسبة التداول عبر الزمن يدل على مخاطر سيولة مرتفعة على المدى القصير الأجل. كما يتضح أيضاً بأن الانخفاض الأكبر في نسبة التداول كان في السنة الثانية أي قبل أربع سنوات من توقف الشركة عن سداد التزاماتها. بناءً عليه، وعلى الرغم من مساوئ نسبة التداول، إلا أنها دلت على مشاكل محتملة في السيولة قبل أربع سنوات من وقوعها.

3) نسبة التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية CFO إلى الديون قصيرة الأجل:

تعتبر التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية (CFO) إلى الديون القصيرة الأجل (الالتزامات المتداولة) نسبة مالية أخرى مستخدمة لقياس مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل.

نسبة التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية CFO إلى الديون القصيرة الأجل = التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية / الالتزامات المتداولة

تختلف هذه النسبة عن نسبة التداول في كونها تستخدم التدفقات النقدية الفعلية المتولدة من العمليات التشغيلية أكثر من استخدامها لمصادر التدفقات النقدية الحالية والمتوقعة (الأصول المتداولة). حيث أن استبدال الأصول المتداولة بالتدفقات النقدية من العمليات يساعد في تجنب المشكلة المتمثلة بإمكانية تحويل الأصول المتداولة إلى نقدية. بالإضافة إلى ذلك، فإن التدفقات النقدية من العمليات تعتبر مؤشراً جيداً عن النقدية المتاحة لمواجهة الالتزامات المتداولة بالمقارنة مع الأصول المتداولة. إن المعلومات التالية تبين نسبة التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية CFO إلى الديون القصيرة الأجل للشركة X خلال ست سنوات.

البيان	السنة 1	السنة 2	السنة 3	السنة 4	السنة 5	السنة 6
التدفقات النقدية من العمليات	10	61	76	14	112−	47
الالتزامات المتداولة	211	367	596	636	802	980
نسبة التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية CFO إلى الديون القصيرة الأجل	**%5**	**%17**	**%13**	**%2**	**− %14**	**%5**

بناءً على المعلومات السابقة، فإن نسبة التدفقات النقدية من العمليات في معظم السنوات تبلغ 5% أو أقل. وهذه النسبة تعتبر منخفضة، حيث تدل على أن الشركة X تستطيع سداد 5% فقط من التزاماتها المتداولة من تدفقاتها النقدية التشغيلية على أساس سنوي، أي أنها تستغرق 20 سنة للوفاء بالتزاماتها المتداولة.

4) معدل الحرق النقدي Cash burn rate

يعتبر معدل الحرق النقدي واحد من أكثر النسب المالية تحفظاً فيما يتعلق بقياس مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل، وهو مستخدم فقط في الحالات التي تكون فيها نتيجة الأعمال سالبة. تقيس هذه النسبة الفترة الزمنية التي تكون فيها الشركة قادرة على تمويل نفقاتها بدون أية مساهمة نقدية سواء من قبل المساهمين أو الدائنين. وتحسب هذه النسبة على الشكل التالي:

معدل الحرق النقدي =

النقدية والمعادلات النقدية + الأوراق المالية + حسابات الذمم المدينة / الأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT

يستخدم معدل الحرق النقدي في الشركات التي لم تحقق مستوى مناسب من الأرباح. فالشركات في مرحلة التأسيس، والشركات التي تعمل في مجال التكنولوجيا البيولوجية مثلاً وغيرها من الشركات المشابهة تتميز باستثماراتها الضخمة (النفقات النقدية) وبانخفاض أو بانعدام تحقيق الأرباح. وبالتالي فإن الربح التشغيلي (EBIT) غالباً ما يساوي التكاليف التشغيلية لهذه الأنواع من الشركات. إن الجدول رقم 6–2 يتضمن معدل الحرق النقدي لأربع شركات تعمل في مجال التكنولوجيا البيولوجية.

الجدول رقم 6–2: معدل الحرق النقدي لشركات مختارة في مجال التكنولوجيا البيولوجية

البيان (ألف ليرة)	الشركة 1		الشركة 2		الشركة 3		الشركة 4	
	السنة1	السنة2	السنة1	السنة2	السنة1	السنة2	السنة1	السنة2
حسابات الذمم المدينة	217,139	161,461	29,013	21,793	131	580	126,687	199,392
الأصول المالية الأخرى	3,561,690	1,691,999	311,437	281,186	6,858	14,687	_	_
النقدية والمعادلات النقدية	131,753	70,013	37,335	72,482	10,335	7,346	42,034	73,233
الإجمالي	3,910,582	1,923,473	377,785	375,461	17,324	22,613	168,721	272,625
الأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT	(437,133)	(869,998)	(195,884)	(186,955)	(8,303)	(12,695)	(1,208,399)	(1,057,548)
معدل الحرق النقدي (شهر)	**107**	**27**	**23**	**24**	**25**	**21**	**2**	**3**

كما يتبين من الجدول السابق، فإن معدل الحرق النقدي قد تم حسابه بالأشهر. وهذا يدل على عدد الأشهر التي تستطيع فيها الشركات الاستمرار بعملياتها التشغيلية على افتراض بقاء أدائها الحالي على ما هو عليه وبدون تمويل إضافي من المساهمين أو الدائنين. والجدول السابق يبين بأن الشركة الرابعة قادرة على الاستمرار بعملياتها التشغيلية لمدة ثلاثة أشهر في السنة الثانية وذلك بالاعتماد على الأصول الأسهل تسييلاً. بينما الشركة الأولى قادرة على الاستمرار بعملياتها التشغيلية لمدة (27) شهراً في السنة الثانية.

ثانياً_ قياس مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل:

هناك الكثير من النسب المالية التي تقيس مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل. لذلك سوف نتطرق فيما يلي لبعض النسب الأكثر استخداماً. ولابد من الإشارة إلى أن النسب المالية المستخدمة في قياس مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل تمتلك نفس جوانب القوة والضعف التي تمتلكها النسب المالية المستخدمة في قياس مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل. فعلى سبيل المثال، جميع تلك النسب تعتمد على البيانات المحاسبية التاريخية.

1) الرافعة المالية

إن الرافعة المالية من أهم مؤشرات مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل، وتحسب كما يلي:

الرافعة المالية = الالتزامات الإجمالية / حقوق الملكية

أو يمكن الاعتماد على نسبة الملاءة التي تحسب كما يلي:

نسبة الملاءة = حقوق الملكية / الالتزامات الإجمالية + حقوق الملكية

تزودنا الرافعة المالية ونسبة الملاءة بمعلومات متماثلة حول مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل. وبشكل عام، إذا كانت الرافعة المالية عالية ونسبة الملاءة منخفضة، فهذا يدل على مخاطر سيولة عالية على المدى الطويل الأجل. ومن

المهم أن نحدد فيما إذا كنا سنعتمد على القيم الدفترية أو السوقية في حساب تلك النسب. وإنه من الموصى به استخدام القيم السوقية في حال كانت متاحة. ولتوضيح هذه الفكرة، فقد قمنا في الجدول رقم 6-3 بحساب الرافعة المالية ونسبة الملاءة بالاعتماد على القيم الدفترية والسوقية للشركة X.

الجدول رقم 6-3: الرافعة المالية ونسبة الملاءة للشركة X

الشركة X (المبالغ بالملايين)	السنة الأولى	السنة الثانية
حقوق الملكية (القيمة السوقية)	28,063	12,718
حقوق الملكية (القيمة الدفترية)	435	541
الالتزامات الإجمالية	3,726	3,926
الرافعة المالية (القيمة السوقية)	0.1	0.3
الرافعة المالية (القيمة الدفترية)	8.6	7.3
نسبة الملاءة (القيمة السوقية)	0.9	0.8
نسبة الملاءة (القيمة الدفترية)	0.1	0.1

بناءً على الجدول السابق، فإن النسب المالية المعتمدة على القيم الدفترية والسوقية تعطينا صورتين مختلفتين تماماً عن مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل بالنسبة للشركة X. حيث تشير الرافعة المالية ونسبة الملاءة المحسوبتان بالاعتماد على القيم الدفترية إلى إن مخاطر السيولة عالية على المدى الطويل الأجل، في حين تشير نفس النسب في حال الاعتماد على القيم السوقية إلى أن تلك المخاطر منخفضة. تعزى هذه الدلالات المتعارضة إلى الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية. على سبيل المثال، فإن القيمة السوقية لحقوق الملكية في السنة الثانية بلغت ما يقارب 24 مرة من قيمتها الدفترية.

وبالتالي، فإن الاعتماد على القيم الدفترية في تقييم مخاطر السيولة للشركة X سيؤدي وباحتمال كبير إلى نتائج غير صحيحة.

إن الجدول رقم 6-4 يتضمن الرافعة المالية ونسبة الملاءة للشركة Z خلال الست سنوات التي تسبق سنة توقف الشركة عن سداد التزاماتها، وذلك بالاعتماد على القيم الدفترية والسوقية. (الشركة Z قد توقفت عن تسديد التزاماتها خلال السنة السابعة).

الجدول رقم 6-4: الرافعة المالية ونسبة الملاءة للشركة Z

الشركة Z (المبالغ بالملايين)	السنة1	السنة2	السنة3	السنة4	السنة5	السنة6
حقوق الملكية (القيمة السوقية)	151	143	261	610	769	140
حقوق الملكية (القيمة الدفترية)	201	205	243	314	466	215
الالتزامات الإجمالية	567	544	759	875	1,309	1,386
حقوق الملكية وإجمالي الالتزامات	768	749	1,002	1,189	1,775	1,601
الرافعة المالية (القيمة السوقية)	3.75	3.81	2.91	1.43	1.7	9.9
الرافعة المالية (القيمة الدفترية)	2.82	2.66	3.12	2.78	2.81	6.45
نسبة الملاءة (القيمة السوقية)	0.2	0.19	0.26	0.51	0.43	0.09
نسبة الملاءة (القيمة الدفترية)	0.26	0.27	0.24	0.26	0.26	0.13

بناءً على الجدول السابق، نلاحظ بأن الرافعة المالية المحسوبة اعتماداً على القيمة الدفترية تميل لتكون متوسطة إلى عالية، ووفقاً لذلك تميل نسبة الملاءة لتكون متوسطة إلى منخفضة خلال السنوات الخمس الأولى. على سبيل المثال، فإن الرافعة المالية المحسوبة اعتماداً على القيمة الدفترية تتذبذب بين 2.7 & 3.1 خلال السنوات الخمس. في السنة السادسة ارتفعت الرافعة المالية بشكل دراماتيكي حيث اقتربت من 6.5، في حين اقتربت إلى 10 بالاعتماد على القيم السوقية، وهذا يشير وبوضوح إلى أن مخاطر السيولة عالية على المدى الطويل الأجل بالنسبة للشركة Z. وفي الحقيقة، فإن المثال السابق يتطلب بعض التعليقات الإضافية. **أولاً**، في حالة الشركة Z، كان من غير المفضل استخدام القيم السوقية من قبل المحللين، لأنهم لو استخدموا القيم السوقية، فإن الرافعة المالية تنخفض من 3.75 في السنة الأولى إلى 1.7 في السنة الخامسة، وهذا يشير إلى انخفاض مخاطر السيولة. وبالنتيجة، إذا كان السوق لا يتحكم بالقيمة الأساسية للشركة، فإنه ربما يزودنا بمؤشرات مضللة. **ثانياً**، كما لاحظنا سابقاً بأنه من الصعب تفسير الرافعة المالية ونسبة الملاءة في ظل غياب معايير قطاعية مناسبة. **أخيراً**، لا الرافعة المالية ولا نسبة الملاءة تعطينا دلالة أو إشارة واضحة إلى التغير الدراماتيكي في مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل قبل وقوع حالة التوقف عن السداد.

2) نسبة تغطية الفائدة Interest coverage ratio

نسبة تغطية الفائدة هي نسبة مالية تقيس مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل، وتحسب كالآتي:

نسبة تغطية الفائدة = الربح التشغيلي (EBIT) / صافي المصروفات المالية

إن نسبة تغطية الفائدة تقيس قدرة الشركة على مواجهة مصروفاتها المالية. وبشكل دقيق، فإن هذه النسبة تبين عدد مرات تغطية المصروفات المالية عن

طريق الربح التشغيلي. وكلما ارتفعت هذه النسبة، كلما انخفضت مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل. بما أن الربح التشغيلي EBIT ليس مقياساً للتدفق النقدي فإن بعض المحللين يفضلون استبداله بالتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية.

نسبة تغطية الفائدة (النقدية) = التدفقات النقدية من العمليات / صافي المصروفات المالية

ولابد من الإشارة إلى وجود قواعد مختلفة فيما يتعلق بتحديد المستوى المناسب لنسبة تغطية الفائدة. ونتيجة للمستويات المختلفة لنسبة تغطية الفوائد عبر القطاعات، فإنه لا يوجد عرف أو إجراء متبع في هذا الخصوص.

إن الجدول رقم 6-5 يبين نسبة تغطية الفائدة بالنسبة للشركة Z خلال الست سنوات التي تسبق سنة توقف الشركة عن سداد التزاماتها المالية.

الجدول رقم 6-5: نسبة تغطية الفائدة بالنسبة للشركة Z

الشركة Z (المبالغ بالملايين)	السنة1	السنة2	السنة3	السنة4	السنة5	السنة6
الربح / الخسارة التشغيلية	26.2	11.7	73.2	107.8	267.7	(233.1)
التدفقات النقدية من العمليات	10.1	61.3	75.5	14	(112.1)	47.4
صافي المصروفات المالية	16	13.4	14.4	16.6	30.9	60.2
نسبة تغطية الفائدة	1.6	0.9	5.1	6.5	8.7	(3.9)
نسبة تغطية الفائدة (النقدية)	0.6	4.6	5.2	0.8	(3.6)	0.8

ويمكن أن نلاحظ بأن نسبة تغطية الفائدة المعتمدة على الربح التشغيلي EBIT قد تحسنت بشكل تدريجي من السنة الأولى حتى السنة الخامسة، وهذا يشير إلى انخفاض مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل. لكن في السنة السادسة أصبحت نسبة تغطية الفائدة سالبة، مما يدل على ارتفاع مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل. بالمقابل، فإنه من المهم أن نلاحظ بأن نسبة تغطية الفائدة

بالاعتماد على التدفقات النقدية من العمليات قد كانت سالبة في السنة الخامسة. بناءً على المثال السابق، فإن نسبة تغطية الفائدة بالاعتماد على التدفقات النقدية تعطينا معلومات ملائمة حول مخاطر السيولة وفي الوقت المناسب إذا ما تمت مقارنتها مع نسبة تغطية الفائدة بالاعتماد على الربح التشغيلي EBIT.

3) نسبة التدفقات النقدية من العمليات إلى الديون Cash flow from operation to debt ratio

تعتبر نسبة التدفقات النقدية من العمليات إلى الديون نسبة مالية أخرى يمكن استخدامها في قياس مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل. وتحسب على الشكل التالي:

نسبة التدفقات النقدية من العمليات CFO إلى الديون =

التدفقات النقدية من العمليات / الالتزامات الإجمالية

نسبة التدفقات النقدية من العمليات CFO إلى الديون تقيس مدى كفاية التدفقات النقدية الجارية من العمليات لتسديد الالتزامات. حيث كلما ارتفعت هذه النسبة كلما انخفضت مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل، وكلما دل ذلك على أن الشركة تمتلك نقدية كافية لتسديد التزاماتها.

4) نسبة الإنفاق الرأسمالي Capital expenditure ratio

تعتبر نسبة الإنفاق الرأسمالي نسبة أخرى لقياس مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل. وتحسب على الشكل التالي:

نسبة الإنفاق الرأسمالي = التدفقات النقدية من العمليات / النفقات الرأسمالية

هذه النسبة تبين حجم النفقات الرأسمالية التي تستطيع الشركة تمويلها عن طريق النقدية المتولدة من عملياتها التشغيلية. وإذا كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يشير إلى أن التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية كافية لتمويل النفقات الرأسمالية. وطالما أن النفقات الرأسمالية تختلف عبر دورة حياة الشركة، لذلك

فمن الطبيعي أن تختلف نسبة الإنفاق الرأسمالي. من أجل ذلك، يمكن تضمين نفقات إعادة الاستثمار عوضاً عن النفقات الرأسمالية.

نسبة الإنفاق الرأسمالي (إعادة الاستثمار) =

التدفقات النقدية من العمليات / نفقات إعادة الاستثمار

نسبة الإنفاق الرأسمالي المعتمدة على إعادة الاستثمار تستبعد تأثير النمو في الاستثمارات، كما أنها تبين مدى قدرة الشركة على تمويل إعادة الاستثمارات من النقدية المولدة داخلياً. بمعنى آخر، فإن نسبة الإنفاق المعتمدة على إعادة الاستثمار تزودنا بدليل على مدى قدرة الشركة على الاستمرار في مزاولة أنشطتها. وبشكل عام، إذا كانت نسبة الإنفاق الرأسمالي المعتمدة على إعادة الاستثمار أقل من الواحد، فهذا يدل على أن الشركة لا تمتلك نموذج عمل قابل للاستمرار. ولابد من الإشارة إلى أن الشركات في الغالب لا تفصح عن إعادة الاستثمار، لذلك يمكن أن يكون الاستهلاك كبديل في مثل هذه الحالات.

إن الجدول رقم 6-6 يتضمن نسبة التدفقات النقدية من العمليات CFO إلى الديون ونسبة الإنفاق الرأسمالي خلال الست سنوات التي تسبق سنة توقف الشركة Z عن سداد التزاماتها المالية.

إذا تجاهلنا السنة الأولى، فإننا نلاحظ انخفاض نسبة CFO إلى الديون عبر الزمن. كما أن متوسط نسبة CFO إلى الديون 0.02 فقط، أي أنه اعتماداً على التدفقات النقدية المتولدة من العمليات خلال الست سنوات فإن الشركة بحاجة إلى 50 سنة لتسديد ديونها. أما فيما يتعلق بنسبة الإنفاق الرأسمالي فهي أيضاً في حالة انخفاض عبر الزمن مما يدل على أن الشركة Z لديها مشاكل في تمويل نفقاتها الرأسمالية من خلال النقدية المتولدة داخلياً. كذلك فإن نسبة الإنفاق الرأسمالي (إعادة الاستثمار) بلغت بالمتوسط 0.38 فقط، أي أن الشركة قادرة

على تمويل 38% فقط من نفقات إعادة الاستثمار وذلك من التدفقات النقدية المتولدة من العمليات التشغيلية.

الجدول رقم 6-6: نسبة التدفقات النقدية من العمليات CFO إلى الديون ونسبة الإنفاق الرأسمالي للشركة Z

الشركة Z (المبالغ بالملايين)	السنة1	السنة2	السنة3	السنة4	السنة5	السنة6	المتوسط
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	10.1	61.3	75.5	14	(112.1)	47.4	
الالتزامات الإجمالية	566.8	544.2	759	874.8	1,308.8	1,385.9	
نسبة CFO إلى الديون	0.02	0.11	0.1	0.02	(0.09)	0.03	0.02
صافي الاستثمارات في الأصول غير المتداولة	61.9	17.9	37	46.7	88.3	74.5	
الاستهلاكات (إعادة الاستثمار)	35	35	36	40.5	48.1	59.6	
نسبة الإنفاق الرأسمالي	0.16	3.42	2.04	0.3	(1.27)	0.64	0.29
نسبة الإنفاق الرأسمالي (إعادة الاستثمار)	0.29	1.75	2.1	0.35	(2.33)	0.8	0.38

بناءً عليه، فإن الشركة Z من المحتمل أن لا تستمر في مزاولتها أنشطتها، حيث أن نسبة التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية CFO إلى الديون ونسبة الإنفاق الرأسمالي تشيران إلى مخاطر سيولة عالية.

يتضمن الجدول رقم 6–7 ملخصاً بالنسب المالية التي تقيس مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل بالنسبة للشركة Z. وهذه النسب المالية تكون مفيدة وتحقق الغرض المرجو منها إذا كانت قادرة على التنبؤ وبشكل مبكر بالتوقف عن السداد الذي وقع في السنة السابعة.

الجدول رقم 6–7: ملخص النسب المالية المستخدمة في قياس مخاطر السيولة بالنسبة للشركة Z

النسبة	السنة1	السنة2	السنة3	السنة4	السنة5	السنة6	سنة الإشارة إلى مخاطر السيولة
مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل							
دورة السيولة (يوم)	75	59	50	61	94	54	السنة 5
نسبة التداول	2.22	1.16	1.08	1.25	1.47	0.86	السنة 2
نسبة CFO إلى الديون قصيرة الأجل	%5	%17	%13	%2	(%14)	%5	السنة 4/1
مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل							
الرافعة المالية (القيم السوقية)	3.8	3.8	2.9	1.4	1.7	9.9	السنة 6
الرافعة المالية (القيم الدفترية)	2.8	2.7	3.1	2.8	2.8	6.5	السنة 6
نسبة تغطية	1.6	0.9	5.1	6.5	8.7	(3.9)	السنة 6

الفائدة							
نسبة تغطية الفائدة (النقدية)	0.6	4.6	5.2	0.8	(3.6)	0.8	السنة 4
نسبة CFO إلى الديون	0.02	0.11	0.1	0.02	(0.09)	0.03	السنة 4/1
نسبة الإنفاق الرأسمالي (إعادة الاستثمار)	0.3	1.8	2.1	0.3	2.3−	0.8	السنة 4/1

في العمود الأخير من الجدول السابق، نشير إلى السنة التي ربما فيها تدل النسبة المالية إلى مشاكل محتملة في السيولة. ويمكن أن نلاحظ بأن النسب المالية المستخدمة في قياس مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل ملائمة أكثر من تلك المستخدمة في قياس مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل. بالإضافة إلى ذلك، هناك أربع نسب مالية تشير إلى مشاكل محتملة في السيولة وذلك قبل عدة سنوات من توقف الشركة عن سداد التزاماتها. لكن الرافعة المالية ونسبة تغطية الفائدة لا تزودنا بأية إشارات قد تدل على مشاكل في السيولة وذلك قبل توقف الشركة عن السداد. وهذا يعني بأن تلك النسب المالية لا يمكن اعتبارها كمؤشرات ملائمة لمخاطر السيولة وذلك على الأقل في حالة الشركة Z. وبالنتيجة، فإن حالة الشركة Z تسلط الضوء على أهمية استخدام أكثر من نسبة مالية واحدة عندما نقوم بتحليل مخاطر السيولة.

إن الشكل رقم 6−1 يتضمن مثالاً عن كيفية دمج مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل. السيناريوهات التي تستحق الانتباه هي:

- عندما تواجه الشركات مخاطر سيولة على المدى القصير الأجل.

- أو عندما تواجه مخاطر سيولة على المدى الطويل الأجل.
- أو عندما تواجه مخاطر سيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل.

الشكل رقم 6–1: التقدير الإجمالي لمخاطر السيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل

	مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل		
مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل		منخفضة (ملاءة عالية)	عالية (ملاءة منخفضة)
	منخفضة	جيد	إعادة هيكلة الشركة في الوقت المناسب وإلا فإنه من المحتمل التوقف عن السداد
	عالية	جيد، لكن لابد من معالجة مشاكل السيولة على المدى القصير الأجل	من المحتمل جداً التوقف عن السداد في المستقبل وإعلان الإفلاس

إذا كانت الشركة تواجه بشكل رئيسي مشاكل سيولة على المدى القصير الأجل، فإنه لابد من اتخاذ الخطوات الضرورية للتغلب على تلك المشاكل. على سبيل المثال، فإن فقدان التمويل حتى تبدأ عمليات التحصيل الجديدة يعتبر مثالاً عن مشاكل السيولة على المدى القصير الأجل. وللتغلب على تلك المشاكل، فإن

الإجراء الأكثر احتمالاً يتمثل بإقناع المساهمين أو المقرضين بتأمين التمويل المطلوب. لكن التحدي الأكبر يتمثل بمشاكل السيولة على المدى الطويل الأجل. وهناك الكثير من الأمثلة على مشاكل السيولة المحتملة على المدى الطويل الأجل ومنها انتهاء فترة الامتياز أو الترخيص، والمنافسة المتزايدة في الأسواق الرئيسية التي تؤدي إلى تدهور في الأرباح. وللتغلب على مشاكل السيولة على المدى الطويل الأجل لابد من وضع خطة لإعادة هيكلة الشركة وتنفيذها في الوقت المناسب. وفي حال عدم اتخاذ الخطوات الضرورية وفي الوقت المناسب، فإن الشركة ستواجه مخاطر الإفلاس. أما بالنسبة للشركات التي تواجه مخاطر سيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل، فإنه من المحتمل أن تتوقف عن سداد التزاماتها في المستقبل وتعلن إفلاسها.

ثالثاً_ حدود استخدام النسب المالية في قياس مخاطر السيولة

بناءً على القضايا التي تمت مناقشتها في هذا الفصل، يمكن تلخيص محددات استخدام النسب المالية في قياس مخاطر السيولة بالآتي:

- اعتمادها على المعلومات المحاسبية التاريخية.
- لا تصف إلا جوانب محددة من الوضع المالي للشركة.
- تقل الفائدة منها في حال غياب معايير مقارنة أداء ملائمة.
- تقل الفائدة منها إذا لم تستخدم مع بعضها البعض.

بما أن النسب المالية تعتمد على البيانات المحاسبية، لذلك فإنه من المهم أن نأخذ بعين الاعتبار الاختلافات في الجودة المحاسبية عبر الزمن وعبر الشركات. على سبيل المثال، فإن الربح التشغيلي EBIT قد يكون متأثراً بالمكاسب أو الخسائر المؤقتة أو العارضة التي لا يمكن أن تستمر في المستقبل، وبالتالي فإن الربح التشغيلي بحاجة للتعديل وفقاً لذلك.

بناءً على ذلك، فإنه من الضروري أن يكون التحليل شاملاً بحيث يبين كافة الجوانب الهامة المتعلقة بالوضع المالي للشركة. بالإضافة إلى ذلك فإن التحليل المالي الموجز في هذا الفصل، يجب أن يرافقه التحليل الاستراتيجي الذي يمكن من خلاله تقدير جاذبية القطاع من جهة والميزة التنافسية للشركة بالمقارنة مع مثيلاتها من جهة أخرى. لذلك فإنه من الأفضل دمج التحليل المالي مع التحليل الاستراتيجي للوصول إلى تقدير كمي للتدفقات النقدية المستقبلية المحتملة للشركة، وهذا ما سنناقشه في الفصل السابع (التنبؤ).

أسئلة الفصل السادس

1) ما هي أهمية المتابعة الدقيقة للسيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل؟
2) اذكر بعض الأمثلة عن النسب المالية المستخدمة في قياس السيولة على المدى القصير الأجل.
3) اذكر بعض الأمثلة عن النسب المالية المستخدمة في قياس السيولة على المدى الطويل الأجل.
4) ما هي محددات استخدام النسب المالية؟
5) كيف يمكننا معالجة عيوب التحليل باستخدام النسب المالية؟
6) حل المسألة التالية:

ليكن لديك المعلومات التالية المتعلقة بالشركة X:

البنود (آلاف الليرات)	السنة 1	السنة 2	السنة 3	السنة 4	السنة 5
رقم الأعمال	2,600	2,800	3,600	4,200	5,200
صافي رأس المال العامل	540	460	510	700	1,350

المطلوب:

1) احسب معدل دوران صافي رأس المال العامل في السنوات الخمس.
2) احسب دورة السيولة في السنوات الخمس.
3) إذا كانت دورة السيولة = 100 يوم، احسب صافي رأس المال العامل في السنوات الخمس.
4) ناقش النتائج السابقة التي توصلت إليها من حيث تأثيرها على سيولة الشركة.

7) حل المسألة التالية:

فيما يلي الميزانية العمومية وبيان الدخل للشركة X وذلك لسنتين متتاليتين:

الميزانية العمومية للشركة X في 12/31ولسنتين متتاليتين:

البنود (ملايين الليرات)	السنة الحالية	السنة السابقة
النقد ومعادلات النقد	215	127
الذمم المدينة	650	750
المخزون	660	625
أصول متداولة أخرى	290	290
إجمالي الأصول المتداولة	**1815**	**1,790**
إجمالي الأصول غير المتداولة	11,385	11,730
مجمع الإهتلاك	3,860	4,230
صافي الأصول غير المتداولة	7,525	7,500
أصول أخرى غير متداولة	1,200	1,590
إجمالي الأصول	**10,540**	**10,880**
الذمم الدائنة	735	815
ضرائب مستحقة الدفع	40	90
مصروفات مستحقة	425	610
التزامات متداولة أخرى	250	300
إجمالي الالتزامات المتداولة	**1,450**	**1,815**
قروض طويلة الأجل	2,640	3,030
التزامات ضريبية مؤجلة	1,275	1,170
التزامات أخرى	540	605

إجمالي الالتزامات	**5,905**	**6,620**
أسهم رأس المال	2,000	2,000
الأرباح المحتجزة	2,635	2,260
إجمالي حقوق الملكية	**4,635**	**4,260**
إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية	**10,540**	**10,880**

بيان الدخل للشركة X في 12/31ولسنتين متتاليتين:

البنود (ملايين الليرات)	السنة الحالية	السنة السابقة
صافي المبيعات	11,394	11,505
تكلفة البضاعة المباعة	(6,742)	(6,811)
مجمل الربح	**4,652**	**4,694**
المصروفات الإدارية والبيعية	(2,309)	(2,309)
الاستهلاك	(567)	(608)
الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT	**1,776**	**1,777**
فوائد القروض	(200)	(208)
مكاسب رأسمالية	48	37
خسائر رأسمالية	(9)	(556)
الربح قبل الضريبة EBT	**1,615**	**1,050**
الضريبة	(621)	(456)
صافي الدخل (الربح)	**994**	**594**

المطلوب:

1) حساب دورة السيولة في السنة الحالية ومقارنتها مع السنة السابقة.
2) حساب نسبة التداول للسنتين.
3) حساب نسبة السيولة السريعة للسنتين.
4) حساب نسبة التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية (CFO) إلى الديون القصيرة الأجل، وذلك إذا علمت بأن التدفقات النقدية من العمليات تساوي 5,000 & 5,200 مليون في السنة الحالية والسابقة على التوالي.
5) بناءً على النتائج السابقة، حلل مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل.
6) حساب درجة الرافعة المالية للسنتين.
7) حساب نسبة الملاءة للسنتين.
8) حساب نسبة تغطية الفوائد للسنتين.
9) حساب نسبة التدفقات النقدية من العمليات CFO إلى الديون في السنتين.
10) حساب نسبة الإنفاق الرأسمالي (إعادة الاستثمار) في السنتين.
11) بناءً على النتائج السابقة (6−7−8−9−10)، حلل مخاطر السيولة على المدى الطويل الأجل.

الجزء الثالث

صناعة القرار

Decision Making

المحتويات:

- مقدمة إلى الجزء الثالث
- الفصل السابع: التنبؤ
- الفصل الثامن: التقييم
- الفصل التاسع: تكلفة رأس المال
- الفصل العاشر: تحليل الائتمان

مقدمة إلى الجزء الثالث

قدمنا في الفصول السابقة عرضاً للمعلومات المتاحة في التقرير السنوي وشرحاً لكيفية قياس الربحية والنمو ومخاطر السيولة بالاعتماد على البيانات التاريخية. أما في الفصول القادمة (من الفصل السابع حتى الفصل العاشر) سوف نتطرق لكيفية استخدام المعلومات المحاسبية والتحليل التاريخي في مجالات القرار المختلفة.

الفصل السابع يتضمن كيفية بناء القوائم المالية التقديرية، حيث نقوم بتحديد مسببات القيمة الاستراتيجية والمالية الرئيسية التي تبنى عليها القوائم المالية التقديرية. بالإضافة إلى ذلك، فإن الفصل يتضمن الخطوات الضرورية في سبيل الوصول إلى تقديرات موثوقة لافتراضات التنبؤ (مسببات القيمة).

في الفصل الثامن نقدم عرضاً لتقنيات تقييم الشركات. حيث يتضمن الفصل نماذج القيمة الحالية مثل نموذج التدفقات النقدية المخصومة (DCF model) ونموذج القيمة الاقتصادية المضافة (EVA model)، بالإضافة إلى توضيح للحالات التي تفضي فيها أساليب القيمة الحالية المختلفة إلى تقديرات متماثلة للقيمة. كما يتضمن الفصل شرحاً لكيفية استخدام أسلوب المضاعفات وأسلوب التصفية عند تقييم الشركات.

أما الفصل التاسع فإنه يسلط الضوء على أهمية تكلفة رأس المال في العديد من مجالات القرار، كما يتضمن كيفية قياس المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC). بالإضافة إلى مناقشة كيفية تقدير هيكل رأس المال ومعدل العائد المطلوب على الملكية وعلى الدين.

أخيراً، فإن الفصل العاشر يركز على تحليل الائتمان ويتناول بالنقاش أهمية تقدير قيمة القرض عند التعثر، واحتمال التعثر، واحتمال الاسترداد في حال التعثر. كما يشرح الاختلاف بين الأسلوب الأساسي في تحليل الائتمان من جهة، والأساليب الإحصائية ونماذج المعايير الائتمانية من جهة أخرى. بالإضافة إلى توضيح كيفية تنفيذ تحليل الائتمان بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي. كما يتضمن هذا الفصل عرضاً مختصراً لنماذج تقييم الجدارة الائتمانية المعتمدة من قبل وكالات التصنيف الائتماني والتمييز بين مرتبة الاستثمار ومرتبة المضاربة.

الفصل السابع

التنبؤ

Forecasting

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- تحديد مسببات القيمة الإستراتيجية والمالية الرئيسية.
- تصميم خريطة مسببات القيمة.
- إعداد القوائم المالية التقديرية.
- تطوير تنبؤات ذات موثوقية اعتماداً على التحليل الاستراتيجي وتحليل القوائم المالية.

التنبؤ

في هذا الفصل سوف ننتقل من النظرة التاريخية إلى النظرة المستقبلية وإيضاح كيفية إعداد القوائم المالية التقديرية (بيان الدخل – الميزانية – بيان التدفق النقدي)، حيث يعتبر إعداد تلك القوائم التقديرية قلب عملية التحليل المالي. فالمستثمرون يهتمون بالقوائم التقديرية لأغراض تقييم المشروعات، وتحليل الوضع النقدي في المستقبل لتحديد الاحتياجات المالية. كما يهتم المقرضون بالقوائم التقديرية من أجل تقييم قدرة المقترضين على خدمة ديونهم، بالإضافة إلى استكشاف فرص الأعمال المستقبلية. وتعتبر الإدارة أيضاً من الجهات المستفيدة من القوائم التقديرية، حيث تعتمد عليها في عملية التخطيط وفي وضع معايير الأداء.

لابد من الإشارة إلى أنه في هذا الفصل وعند التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية، فإننا سوف نفصل بين الأنشطة التشغيلية والتمويلية. فالعمليات (بما فيها الاستثمار في العمليات) هي القوة الرئيسية وراء خلق القيمة للشركة، بينما الأنشطة التمويلية تعكس كيفية تمويل تلك الأنشطة وتزودنا بمعلومات مفيدة عن المخاطر المالية.

كما أننا في هذا الفصل سوف نميز بين الجوانب الفنية للتنبؤ والجوانب المرتبطة بالتقدير. فمن خلال الجوانب الفنية تتم الإشارة إلى كيفية تصميم مسببات القيمة المستخدمة في إعداد القوائم المالية التقديرية. أما بالنسبة للجوانب المرتبطة بالتقدير، فهنا نشير إلى جودة المصادر وعمليات التحليل الداعمة للافتراضات والتقديرات التي بنيت عليها القوائم التقديرية. وإنه من المهم التأكيد على أن الأسلوب المعتمد في هذا الفصل يقوم على افتراض أن المحلل طرف خارجي Outsider أي أنه يستطيع الوصول إلى المعلومات المتاحة للعموم فقط.

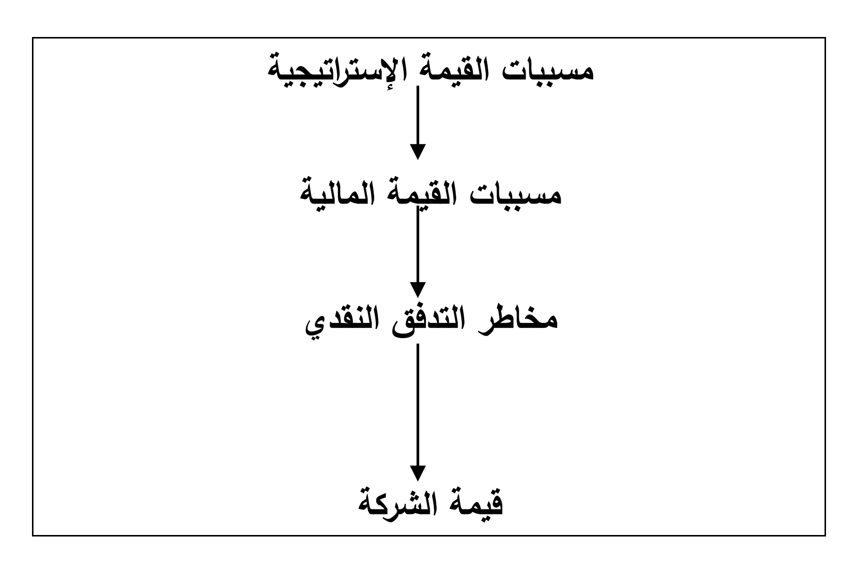
سوف نستخدم في هذا الفصل مصطلح "مسبب القيمة" "Value driver"، وسنميز بين مسببات القيمة الإستراتيجية والمالية. مسبب القيمة الاستراتيجي Strategic value driver يمثل مبادرة استراتيجية أو تشغيلية تتخذها الشركة بهدف تحسين القيمة. ومن الأمثلة على مسببات القيمة الإستراتيجية:

- تطوير منتجات جديدة.
- دخول أسواق جديدة.
- الشراء الخارجي للمنتجات.

ولابد من الإشارة إلى أن المسببات الإستراتيجية محددة بالشركة وبالقطاع الذي تنتمي إليه. أما بالنسبة لمسبب القيمة المالي Financial value driver فهو نسبة أو رقم مالي يعكس الأداء الأساسي للشركة. ومن الأمثلة على المسببات المالية:

- معدل النمو.
- هوامش الربح.
- نسب الاستثمار.

ويمكننا توضيح الارتباط بين مسببات القيمة الإستراتيجية والمالية كما يلي:



إن الارتباط بين مسببات القيمة الإستراتيجية والمالية يقوم على أن الأداء الاستراتيجي والتشغيلي للشركة يؤثر في مسببات القيمة المالية. أي أن مسببات القيمة المالية بحد ذاتها لا تخلق القيمة. فإذا مسببات القيمة تأثرت بشكل إيجابي بالمبادرات التشغيلية مما أدى مثلاً إلى تخفيض التكلفة، فهذا سوف يؤثر على التدفقات النقدية و على قيمة الشركة بشكل إيجابي.

أولاً_ إعداد القوائم المالية التقديرية:

هناك العديد من الأساليب للتنبؤ بالقوائم المالية المستقبلية Pro forma financial statements. فالبعض يفضل الأسلوب الحدي حيث يتم التنبؤ بكل بند محاسبي بدون الاعتماد على مستوى النشاط المتوقع. بينما يفضل فريق آخر أسلوب التنبؤ على أساس المبيعات (sales–driven forecasting approach)، حيث يتم التنبؤ بالبنود المحاسبية المختلفة مثل المصروفات التشغيلية والاستثمارات بالاعتماد على المستوى المتوقع من النشاط (نمو المبيعات). وإنني أعتقد بأن أسلوب التنبؤ بالاعتماد على المبيعات يضمن ربط أفضل بين مستوى نشاط الشركة وما يترتب عنه من مصروفات واستثمارات بالمقارنة مع الأسلوب الحدي.

يتضمن الجدول رقم 7–1 نموذجاً للتنبؤ بالقوائم المالية منسجماً مع أسلوب التنبؤ على أساس المبيعات. ويعتمد النموذج على ثمانية مسببات للقيمة فقط وبالتالي فإن مستوى التجميع عالي. فعلى سبيل المثال، فإن النموذج لا يميز بين الأنواع المختلفة للمصروفات التشغيلية، حيث يتم التنبؤ بإجمالي المصروفات التشغيلية فقط دون التنبؤ بالبنود التي تتفرع عنها. لكن سنناقش لاحقاً كيفية توسيع هذا النموذج ليشمل مسببات أكثر للقيمة وبالتالي بنود ومتغيرات محاسبية أكثر. بالنسبة للعمود الأول في الجدول رقم 7–1، فإنه يبين الخطوات المطلوب أخذها بعين الاعتبار قبل إعداد القوائم المالية التقديرية (بيان الدخل والميزانية وبيان

التدفق النقدي). أما العمود الثاني فهو يتضمن البنود المحاسبية المتنبأ بها. أما العمود الثالث فإنه يتضمن مسببات القيمة الثمانية التي يتوجب التنبؤ بها وتقديرها، بينما يشرح العمود الأخير كيفية حساب كل بند من البنود المحاسبية المضمنة في العمود الثاني. إن الفكرة الرئيسية لهذا النموذج تتمثل بأنه في حال إتباع الخطوات المبينة في العمود الأول والمؤلفة من 29 خطوة، سوف نتمكن من إعداد القوائم المالية التقديرية.

الجدول رقم 7-1: مسببات القيمة المستخدمة في إعداد القوائم المالية التقديرية

الخطوات	البنود المحاسبية	مسببات القيمة	شرح كيفية حساب البنود المحاسبية
بيان الدخل			
1	**الإيراد**	1	نمو الإيراد
2	**المصروفات التشغيلية (باستثناء الاستهلاك)**		(1 – 3)
3	**= الأرباح قبل الفائدة، والضريبة، والاستهلاك والإطفاء (EBITDA)**	2	هامش الأرباح قبل الفائدة، الضريبة، الاستهلاك والإطفاء = الأرباح قبل الفائدة، والضريبة، والاستهلاك والإطفاء / الإيراد
4	**الاستهلاك والإطفاء**	3	الاستهلاك كنسبة مئوية من الأصول غير الملموسة والملموسة (11)
5	**= الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة (EBIT)**		(3 – 4)
6	**الضريبة على الربح قبل الفائدة والضريبة**	4	معدل الضريبة

7	= صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)		(6 – 5)
8	صافي المصروفات المالية قبل الضريبة	5	معدل الفائدة * صافي الديون الخاضعة للفوائد (18)
9	الوفر الضريبي (الفائدة مصروف مقبول ضريبياً)		معدل الضريبة * 8
10	= الربح الصافي		(9 + 8 – 7)
الميزانية			
11	الأصول غير الملموسة والملموسة	6	الأصول غير الملموسة والملموسة كنسبة مئوية من الإيراد
12	صافي رأس المال العامل (المخزون + الحسابات القابلة للتحصيل – الحسابات مستحقة الدفع – التزامات تشغيلية أخرى)	7	صافي رأس المال العامل كنسبة مئوية من الإيراد
13	رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)		(12 + 11)
14	حقوق الملكية في بداية الفترة		
15	+ الربح الصافي		(10)
16	_ التوزيعات		(28)
17	حقوق الملكية في نهاية الفترة		(16 – 15 + 14)
18	صافي الديون الخاضعة للفوائد (NIBD)	8	صافي الديون كنسبة مئوية من رأس المال المستثمر (13)
19	رأس المال المستثمر (الملكية + صافي الديون الخاضعة للفوائد)		(18 + 17)
بيان التدفق النقدي			
20	صافي الربح التشغيلي بعد		(7)

	الضريبة (NOPAT)		
21	+ الاستهلاك والإطفاء		(4)
22	– التغير في صافي رأس المال العامل		(التغير في 12)
23	– صافي الاستثمارات (الأصول غير المتداولة)		(التغير في 11) + (4)
24	= تدفقات نقدية حرة للشركة (FCFF)		
25	صافي الالتزامات المالية		(التغير في 18)
26	صافي المصاريف المالية بعد الضريبة		(8 – 9)
27	= تدفقات نقدية حرة للملاك (FCFE)		(24 + / – 25 – 26)
28	– التوزيعات		كل التدفقات النقدية الحرة للملاك مدفوعة كتوزيعات (27)
29	= فائض النقدية		(27 – 28) = 0

فيما يلي سنوضح كيفية استخدام النموذج السابق في إعداد القوائم التقديرية. وفي سبيل ذلك سنعتمد على المثال الرقمي البسيط المبين في الجدول رقم 7–2. إن العمود الأول من الجدول يتضمن افتراضات التنبؤ (مسببات القيمة)، بالإضافة إلى البنود المحاسبية للقوائم المالية (بيان الدخل والميزانية وبيان التدفق النقدي). بالنسبة للعمود الثاني، فإنه يتضمن الأرقام المحاسبية الواردة في القوائم المالية للسنة الماضية 2013 (الفترة التاريخية). أما العمود الثالث، فإنه يبين افتراضات التنبؤ، والأرقام المحاسبية للقوائم المالية التقديرية لعام 2014 (فترة التنبؤ).

وللوصول إلى افتراضات التنبؤ وتطوير القوائم المالية التقديرية، لابد من الحصول على القوائم المالية للفترات السابقة التي قد تمتد من خمس سنوات إلى

عشر سنوات. حيث تعتبر تلك القوائم التاريخية وما تتضمنه من بيانات قاعدة أساسية تستند عليها عملية التنبؤ، كونها تسلط الضوء على اتجاهات ومستويات مسببات القيمة المالية الثمانية.

ولابد من الإشارة أيضاً إلى أنه يمكن تطوير القوائم المالية التقديرية لأكثر من فترة مستقبلية عن طريق إتباع نفس الخطوات الواردة في الجدول 7–1 والموضحة أيضاً في الجدول 7–2. لكن يجب أن نأخذ بعين الاعتبار كافة العوامل التي من الممكن أن تؤثر في مسببات القيمة (افتراضات التنبؤ).

الجدول رقم 7–2: مثال عن القوائم المالية التقديرية

افتراضات التنبؤ والبنود المحاسبية للقوائم المالية	القوائم المالية للفترة التاريخية 2013	القوائم المالية للفترة المستقبلية 2014
نمو الإيراد		%5
الأرباح قبل الفائدة، الضريبة، الاستهلاك والإطفاء / الإيراد		%30
الاستهلاك / الأصول غير الملموسة والملموسة		%20
معدل الفائدة		%8
معدل الضريبة		%25
الأصول غير الملموسة والملموسة / الإيراد		%60
صافي رأس المال العامل / الإيراد		%40
صافي الديون / رأس المال المستثمر		%50

بيان الدخل		
الإيراد	121.6	127.6
المصروفات التشغيلية	(85.1)	(89.3)
الأرباح قبل الفائدة، الضريبة، الاستهلاك والإطفاء (EBITDA)	36.5	38.3
الاستهلاك والإطفاء	(14.6)	(15.3)
الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة (EBIT)	21.9	23
الضريبة على الربح قبل الفائدة والضريبة	(5.5)	(5.7)
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)	16.4	17.2
صافي المصاريف المالية (صافي الديون الخاضعة للفوائد)	(4.6)	(4.9)
الوفر الضريبي	1.2	1.2
الأرباح الصافية	12.9	13.6
الميزانية		
الأصول غير الملموسة والملموسة	72.9	76.6
صافي رأس المال العامل	48.6	51.1
رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)	121.6	127.6

حقوق الملكية في بداية الفترة	57.9	60.8
الربح الصافي	12.9	13.6
التوزيعات	(10)	(10.5)
حقوق الملكية في نهاية الفترة	60.8	63.8
صافي الديون الخاضعة للفوائد (NIBD)	60.8	63.8
رأس المال المستثمر (الملكية + صافي الديون الخاضعة للفوائد)	121.6	127.6
بيان التدفق النقدي		
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)	16.4	17.2
الاستهلاك والإطفاء	14.6	15.3
صافي رأس المال العامل	(2.3)	(2.4)
الاستثمارات (الأصول غير الملموسة والملموسة)	(18.1)	(19)
تدفقات نقدية حرة للشركة (FCFF)	10.6	11.2
صافي الديون الخاضعة للفوائد (NIBD)	2.9	3
صافي المصاريف المالية	(4.6)	(4.9)
الوفر الضريبي	1.2	1.2
تدفقات نقدية حرة للملاك (FCFE)	10	10.5

التوزيعات	(10)	(10.5)
فائض النقدية	0	0

فيما يلي الجدول رقم 7–3 الذي يبين كيفية حساب البيانات المالية المقدرة لعام 2014 الواردة في الجدول رقم 7–2. فعلى سبيل المثال، قمنا بحساب الإيرادات لعام 2014 عن طريق أخذ إيرادات السنة الأخيرة (2013) وضربه في (1 + معدل النمو). وإنني أعتقد بأن معظم البنود المحاسبية الواردة في الجدول 7–3 لا تحتاج مزيداً من الشرح باستثناء تقدير الاستثمارات في الأصول غير الملموسة والملموسة وصافي المصاريف المالية. بالنسبة للاستثمارات في الأصول الثابتة فقد حسبنا الفرق بين رصيدها في آخر وأول الفترة، ثم أضفنا له الاستهلاك والإطفاء خلال الفترة. وقد قمنا بإعادة إضافة الاستهلاك والإطفاء لأنه ليس لها أي تأثير نقدي.

- الأصول غير الملموسة والملموسة في نهاية الفترة
- + الاستهلاك والإطفاء
- _ الأصول غير الملموسة والملموسة في بداية الفترة
- = الاستثمارات في الأصول غير الملموسة والملموسة

أما بالنسبة للمصاريف المالية، فقد تم احتسابها بضرب معدل الاقتراض بصافي الديون في بداية الفترة.

يعتبر الجدول رقم 7–1 والإيضاحات الواردة في الجدولين 7–2 & 7–3 أداة مهمة للحصول على فهم لكيفية تطوير القوائم المالية التقديرية. كما أنها تسلط الضوء على مسببات القيمة المالية وتوضح الترابط بين القوائم المالية المختلفة. بالإضافة إلى أنها تبين بأنه بالإمكان تطوير القوائم المالية التقديرية بالاعتماد على عدد قليل من مسببات القيمة المالية.

لكن بالمقابل فإنه من المهم أن نلاحظ بأن النموذج السابق لإعداد القوائم المالية التقديرية يقوم على عدد من الافتراضات التي قد لا تعكس بالضرورة الوضع الاقتصادي الحقيقي للشركة. لذلك فإننا سنقوم في القسم الآتي بتنقيح النموذج السابق من خلال بعض التعديلات التي قد تساهم في تطوير النموذج وتحسينه.

الجدول رقم 7–3: إيضاح تفصيلي لكيفية حساب البيانات المالية المقدرة لعام 2014 (فترة التنبؤ) – (أخطاء تقريب قد تظهر)

الخطوات	البنود المحاسبية	مسببات القيمة	شرح كيفية حساب البنود المحاسبية
بيان الدخل			
1	الإيراد	1	121.6 * (1 + 5%) = 127.6
2	المصاريف التشغيلية (باستثناء الاستهلاك)		127.6 – 38.3 = 89.3
3	= الأرباح قبل الفائدة، والضريبة، والاستهلاك والإطفاء (EBITDA)	2	127.6 * 30% = 38.3
4	الاستهلاك والإطفاء	3	76.6 * 20% = 15.3
5	= الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة (EBIT)		38.3 – 15.3 = 23
6	الضريبة على الربح قبل الفائدة والضريبة	4	23 * 25% = 5.7
7	= صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)		23 – 5.7 = 17.2

8	صافي المصاريف المالية قبل الضريبة	5	4.9 = %8 * 60.8
9	الوفر الضريبي (الفائدة مصروف مقبول ضريبياً)		1.2 = %25 * 4.9
10	= الربح الصافي		1.2 + 4.9 – 17.2 = 13.6
الميزانية			
11	الأصول غير الملموسة والملموسة	6	= %60 * 127.6 76.6
12	صافي رأس المال العامل (المخزون + الحسابات القابلة للتحصيل – الحسابات مستحقة الدفع – التزامات تشغيلية أخرى)	7	= %40 * 127.6 51.1
13	رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)		= 51.1 + 76.6 127.6
14	حقوق الملكية في بداية الفترة		60.8
15	+ الربح الصافي		13.6
16	_ التوزيعات		(10.5)
17	حقوق الملكية في نهاية الفترة		63.8
18	صافي الديون الخاضعة للفوائد (NIBD)	8	= %50 * 127.6 63.8
19	رأس المال المستثمر (الملكية + صافي الديون الخاضعة للفوائد)		= 63.8 + 63.8 127.6
بيان التدفق النقدي			

20	صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)		17.2
21	+ الاستهلاك والإطفاء		15.3
22	− التغير في صافي رأس المال العامل		(48.6 − 51.1) − (2.4) =
23	− صافي الاستثمارات (الأصول الثابتة)		15.3 + 76.6) − (19) = (72.9 −
24	= تدفقات نقدية حرة للشركة (FCFF)		− 15.3 + 17.2 11.2 = 19 − 2.4
25	صافي الالتزامات المالية		3 = 60.8 − 63.8
26	صافي المصاريف المالية بعد الضريبة		= 1.2 + 4.9 _ (3.7)
27	= تدفقات نقدية حرة للملاك (FCFE)		= 3.7 _ 3 + 11.2 10.5
28	− التوزيعات		(10.5)
29	= فائض النقدية		0 = 10.5 _ 10.5

ثانياً_ تصميم نموذجاً للتنبؤ

هناك العديد من القضايا الواجب أخذها بعين الاعتبار عند القيام بتصميم نموذج لأغراض التنبؤ. في هذا القسم سوف نناقش بعض تلك القضايا الممكن تلخيصها بالأسئلة التالية:

1) هل مسببات القيمة المالية المستخدمة في النموذج تعكس الأوضاع الاقتصادية الحقيقية للشركة؟
2) هل تم تضمين النموذج بكافة مسببات القيمة الملائمة؟

3) هل يعتبر مستوى تجميع مسببات القيمة المالية مناسباً؟

1) هل مسببات القيمة المالية المستخدمة في النموذج تعكس الأوضاع الاقتصادية الحقيقية للشركة؟

على الرغم من أن كل مسبب من مسببات القيمة المالية قد تم تصميمه بحذر لكي يعكس الأوضاع الاقتصادية الحقيقية للشركة، إلا أنه قد تتطلب الظروف ضرورة إجراء بعض التعديلات على مسببات القيمة. وفيما يلي ثلاثة أمثلة يمكن من خلالها إيضاح ذلك:

- **أولاً**، يقوم النموذج على افتراض وجود علاقة خطية بين الأصول غير الملموسة والملموسة من جهة والإيرادات من جهة أخرى. إن هذا التوصيف عادل بالنسبة للشركات التي تستثمر في تلك الأصول وفقاً لحجم النشاط، في حين يكون الافتراض أقل دقة إذا كانت الاستثمارات منفصلة أكثر بطبيعتها ويتم تنفيذها على أساس زمني. على سبيل المثال، فإن الاستثمار في محطات جديدة في المطارات ربما يكون كل عشر سنوات أو ربما عشرين سنة. بالتالي، فإننا نلاحظ فقدان الاستقرار في مسبب القيمة المتعلق بالاستثمارات (مسبب القيمة رقم 6، الأصول غير الملموسة والملموسة كنسبة مئوية من الإيراد) عندما تنفذ الاستثمارات على أساس زمني بغض النظر عن حجم النشاط. وفي هذه الحالة، فإنه من الأفضل إجراء تعديلات على مسبب القيمة رقم 6 لكي يعكس بدقة أكبر المستوى المتوقع من الاستثمارات.
- **ثانياً**، وفقاً لنموذج التنبؤ، فقد تم احتساب صافي المصروفات المالية بالاعتماد على صافي الديون الخاضعة للفوائد في بداية الفترة المتنبأ بها. لكن إذا افترضنا أن هناك نمو ثابت في الديون خلال كل سنة من

سنوات التنبؤ، فإنه يصبح من الملائم أكثر اعتماد متوسط الديون. بناءً عليه، يمكننا حساب المصروفات المالية كالآتي:

صافي المصاريف المالية = معدل الاقتراض * متوسط صافي الديون الخاضعة للفوائد

- **ثالثاً**، وفقاً لنموذج التنبؤ، فإن التوزيعات تمثل فائض النقدية المتحقق خلال فترة التنبؤ، أي أن النقدية غير مستخدمة في العمليات التشغيلية ولا في الأنشطة الاستثمارية والتمويلية. لكن بعض الشركات قد يكون لديها نسبة توزيع مستهدفة، بالتالي وفي مثل هذه الحالات فإنه من المناسب أكثر تقدير التوزيعات بدلالة نسبة التوزيع والأرباح الصافية كالآتي:

التوزيعات = الأرباح الصافية * نسبة التوزيع

2) هل تم تضمين النموذج بكافة مسببات القيمة الملائمة؟

قد يكون هناك بعض الجوانب المتعلقة بالأوضاع الاقتصادية للشركة وغير معالجة بشكل مناسب في نموذج التنبؤ. على سبيل المثال، فإن النموذج يفترض أن كل الضرائب مدفوعة في حال كان هناك أرباح (مثلاً كل الضرائب على أرباح السنة الأولى مدفوعة في نفس السنة). إلا أن الشركات في معظم الأحيان قادرة على تأجيل دفع الضرائب، وبالتالي فإنه من المهم إضافة الالتزامات الضريبية المؤجلة إلى النموذج كمسبب قيمة إضافي وإلا فإن التدفقات النقدية الداخلة ستقدر بأقل من قيمتها المتوقعة. وإذا افترضنا بأن الالتزامات الضريبية المؤجلة مرتبطة بحجم نشاط الشركة، فإن مسبب القيمة المتعلق بالضرائب المؤجلة (deferred tax driver) يمكن تحديده بإحدى الطريقتين التاليتين:

- الالتزامات الضريبية المؤجلة / الإيرادات.
- الالتزامات الضريبية المؤجلة / الأصول غير الملموسة والملموسة.

3) هل يعتبر مستوى التجميع في النموذج مناسباً؟

لقد ذكرنا سابقاً بأن نموذج التنبؤ يعتمد على مستوى عالي من التجميع. على سبيل المثال، فإن المصروفات التشغيلية قد تم تقديرها على أنها تمثل الباقي من هامش الربح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء (EBITDA)، أي إذا كان هامش EBITDA مقدر بـ 5%، فإن المصروفات التشغيلية تمثل 95% من الإيرادات. وهذا يشير إلى عدم إمكانية التمييز بين البنود المختلفة للمصروفات التشغيلية، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بكل بند من بنودها على حدا. لذلك وفي الحالات التي يتوافر فيها معلومات أكثر تفصيلاً وتوسعاً عن بنية التكاليف، فإنه من المفيد تنقيح النموذج بالشكل الذي نستطيع معه التنبؤ بكل بند من بنود المصروفات التشغيلية. وفيما يلي تبويباً لمسببات القيمة البديلة المتعلقة بالمصروفات التشغيلية وذلك بالنسبة للشركات التي تعتمد على التبويب الوظيفي لنفقاتها:

تكلفة البضاعة المباعة	= تكلفة البضاعة المباعة كنسبة مئوية من الإيراد
تكاليف البيع والتوزيع	= تكاليف البيع والتوزيع كنسبة مئوية من الإيراد
التكاليف الإدارية	= التكاليف الإدارية كنسبة مئوية من الإيراد
مصاريف البحث والتطوير R&D	= مصاريف البحث والتطوير كنسبة مئوية من الإيراد
بنود خاصة	= البنود الخاصة كنسبة مئوية من الإيراد

بناءً على التعديلات السابقة، فإن هامش EBITDA يصبح هو الباقي، أي أنه يمثل الإيرادات مطروحاً منها المصروفات التشغيلية.

بالإضافة إلى المصروفات التشغيلية، فإن صافي رأس المال العامل كنسبة مئوية من الإيراد يعتبر أيضاً مثالاً على المستوى العالي من التجميع. ويمكن تفكيك صافي رأس المال العامل إلى المتغيرات التالية:

- المخزون.

- المدينون (حسابات العملاء).
- ذمم مدينة تشغيلية أخرى.
- حسابات مستحقة الدفع.
- التزامات تشغيلية أخرى.

كما يمكننا تفكيك صافي رأس المال العامل إلى أبعد من ذلك. على سبيل المثال، فإن الالتزامات التشغيلية الأخرى يمكن تفكيكها إلى الضرائب المستحقة، ورواتب الموظفين مستحقة الدفع ... الخ. لذلك فإنه من المفيد تعديل النموذج عند التنبؤ بصافي رأس المال العامل عن طريق إدخال عدد أكبر من مسببات القيمة بدلاً من الاعتماد على مسبب واحد. وفيما يلي تبويباً لمسببات القيمة الممكن استخدامها للتنبؤ بالبنود المختلفة لصافي رأس المال العامل:

المخزون	= المخزون كنسبة مئوية من الإيراد
حسابات المدينون	= حسابات المدينون كنسبة مئوية من الإيراد
حسابات أخرى مستحقة التحصيل = حسابات أخرى مستحقة التحصيل كنسبة من الإيراد	
حسابات مستحقة الدفع	= حسابات مستحقة الدفع كنسبة مئوية من الإيراد
التزامات تشغيلية أخرى	= التزامات تشغيلية أخرى كنسبة مئوية من الإيراد

بناءً عليه، يمكن تنقيح نموذج التنبؤ المعتمد على مسببات القيمة الثمانية والموضح في الجدول رقم 7-1. حيث أنه من الممكن توسيع خريطة مسببات القيمة المالية (Value driver map) بالشكل الذي يوفر للمحلل درجة أكبر من المرونة.

إن تصميم مسببات القيمة وتحديد مستوى التجميع يتأثر بعدد من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار. على سبيل المثال، في حال توفر معلومات أكثر

تفصيلاً، فإنه من المفيد تنقيح نموذج التنبؤ بزيادة مسببات القيمة. فإذا كان الغرض من التحليل التنبؤ لفترة قصيرة الأجل كالتنبؤ بأرباح السنة القادمة، في هذه الحالة تكون المعلومات متوافرة أكثر للمحلل، وبالتالي فإنه من الأفضل توسيع خريطة مسببات القيمة. أما إذا كان الغرض من التحليل التنبؤ لفترة طويلة الأجل، فإنه من الأفضل أن يكون مستوى التجميع عالياً بالاعتماد على مسببات القيمة المالية الرئيسية المبينة في الجدول 7-1.

ثالثاً_ تقدير مسببات القيمة المالية

لقد ركزنا في الفقرات السابقة على تصميم خريطة مسببات القيمة المالية التي تعكس الجوانب الأساسية للوضع الاقتصادي للشركة، وعلى إعداد القوائم المالية التقديرية. وعلى الرغم من البساطة النسبية لعملية تصميم خريطة مسببات القيمة وإعداد القوائم التقديرية، إلا أن إعداد التقديرات لكل مسبب من مسببات القيمة المالية هو التحدي الحقيقي ويستهلك الوقت الأكبر. حيث أن تقديرات مسببات القيمة المعتمد عليها في إعداد القوائم التقديرية يجب أن تكون مدعومة بكافة المعلومات المفيدة وبأداء عملية التحليل بكفاءة وحذر. وفيما يلي سوف نناقش كيفية تقدير مسببات القيمة المالية بالاعتماد على التحليل الاستراتيجي وتحليل القوائم المالية.

1) التحليل الاستراتيجي:

إن الأدب الاستراتيجي يزودنا بالعديد من الأساليب والتقنيات التحليلية التي يمكن للمحلل إتباعها لتغطية جوانب هامة متعلقة بالتدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها. وسوف نقترح أسلوب عام-خاص Top-down approach الذي يهدف لفهم المسائل التالية:

- طبيعة بيئة أعمال الشركة.

- الظروف العامة المؤثرة في التدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها.
- الظروف القطاعية المؤثرة في التدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها.
- الظروف الخاصة بالشركة والمؤثرة في توليد التدفقات النقدية والمخاطر المرتبطة بها.
- تحليل سلسلة القيمة.
- مواطن القوة والضعف والفرص والعقبات التي تهدد الشركة (تحليل SWOT).

طبيعة بيئة أعمال الشركة

إنه من المفيد إجراء دراسة أولية لمعرفة مدى استقرار بيئة أعمال الشركة، وللكشف عن درجة تعقيد وديناميكية القطاع الذي تنتمي إليه الشركة. وهذا يساعد المحلل في تحديد مستوى التحليل المناسب.

تشير درجة الديناميكية إلى مدى استقرار السوق، بينما تشير درجة التعقيد إلى مدى بساطة المنتجات والخدمات المقدمة للزبائن. فإذا كان السوق مستقراً أو ثابتاً، ومنتجات الشركة بسيطة، فإن المحلل لا يحتاج إلا للبيانات التاريخية لتنفيذ عملية التحليل والتنبؤ بالمخرجات المستقبلية. أما إذا كان السوق يتصف بالديناميكية، أو أن المنتجات أو الخدمات معقدة، فإن على المحلل عدم الاكتفاء بالمعلومات التاريخية. فالمنافسة قد تتغير بسرعة أو ربما يتم تقديم منتجات أو خدمات جديدة من شأنها تغيير الوضع التنافسي. في مثل هذه الحالات، فإنه من المهم الحصول على فهم لمحركات السوق الرئيسية وللجيل القادم من المنتجات أو الخدمات. والجدول رقم 7–4 يتضمن توضيحاً لذلك.

الجدول رقم 7-4: ديناميكية السوق ودرجة تعقيد المنتج

السوق	المنتج	
	بسيط	**معقد**
مستقر	تحليل بسيط تنبؤ بسيط	تحليل شامل تنبؤ السيناريو
ديناميكي	تحليل شامل تنبؤ السيناريو	تحليل شامل تنبؤ السيناريو

بناءً عليه، فإن الخطوة الأولى في التحليل الاستراتيجي تحدد مجال عملية التحليل. فإذا كان السوق مستقراً والمنتج بسيطاً إلى حد ما، فإن المحلل سوف ينفذ عملية تحليل بسيطة معتمداً بشكل كبير على المعلومات التاريخية. أما إذا كان السوق لا يتصف بالاستقرار، أو إذا كان المنتج متجهاً ليصبح أكثر تعقيداً عبر الزمن، فإن المحلل سوف ينفذ تحليلاً أكثر شمولاً، ويأخذ بعين الاعتبار حالات عدم التأكد بالنسبة للسوق والمنتجات أو الخدمات. أي أنه في مثل هذه الحالات، فإن البيانات التاريخية لن ترضي كثيراً المحلل الذي سوف يبحث عن معلومات تسلط الضوء على السوق والجيل القادم للمنتجات أو الخدمات. بالإضافة إلى ذلك، فإنه على الأغلب سيكون التنبؤ معتمداً على السيناريوهات.

الظروف العامة المؤثرة في التدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها

يتمثل الهدف الرئيسي من التحليل الكلي في الوقوف على العوامل أو الظروف العامة التي من المحتمل أن تؤثر على التدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها. إن الجدول رقم 7-5 يتضمن عدداً من العوامل العامة المجمعة في نموذج يعرف بـ PEST. وهذا النموذج يشير إلى تأثير العوامل السياسية والاقتصادية والاجتماعية والفنية على التدفقات النقدية للشركة والمخاطر

المرتبطة بها. وإنه من المهم التأكيد على أن قائمة العوامل أو الظروف العامة المبينة في الجدول غير شاملة، فهذه العوامل متنوعة وكثيرة جداً مما يؤدي إلى صعوبة حصرها في نموذج واحد.

الجدول رقم 7-5: نموذج تحليل PEST

العوامل السياسية / القانونية	العوامل الاقتصادية
القوانين المتعلقة بالاحتكارات	الدورات الاقتصادية
قوانين حماية البيئة	اتجاهات الناتج القومي الإجمالي
السياسة الضريبية	معدلات الفائدة
القوانين المتعلقة بالتجارة الخارجية	العرض النقدي
قانون العمل	التضخم
الاستقرار الحكومي	البطالة
	الدخل المتاح
	مدى توافر الطاقة وتكلفتها
العوامل الثقافية الاجتماعية	**العوامل التكنولوجية**
الإحصائيات السكانية	الإنفاق الحكومي على البحث والدراسات
توزيع الدخل	التركيز الحكومي والقطاعي على المجالات التكنولوجية
التغيرات في نمط الحياة	الاكتشافات والتحسينات الجديدة
مستويات التعليم	سرعة نقل التكنولوجيا
الأنماط الاستهلاكية	معدلات التقادم
المواقف من العمل والراحة	
المرونة الاجتماعية	

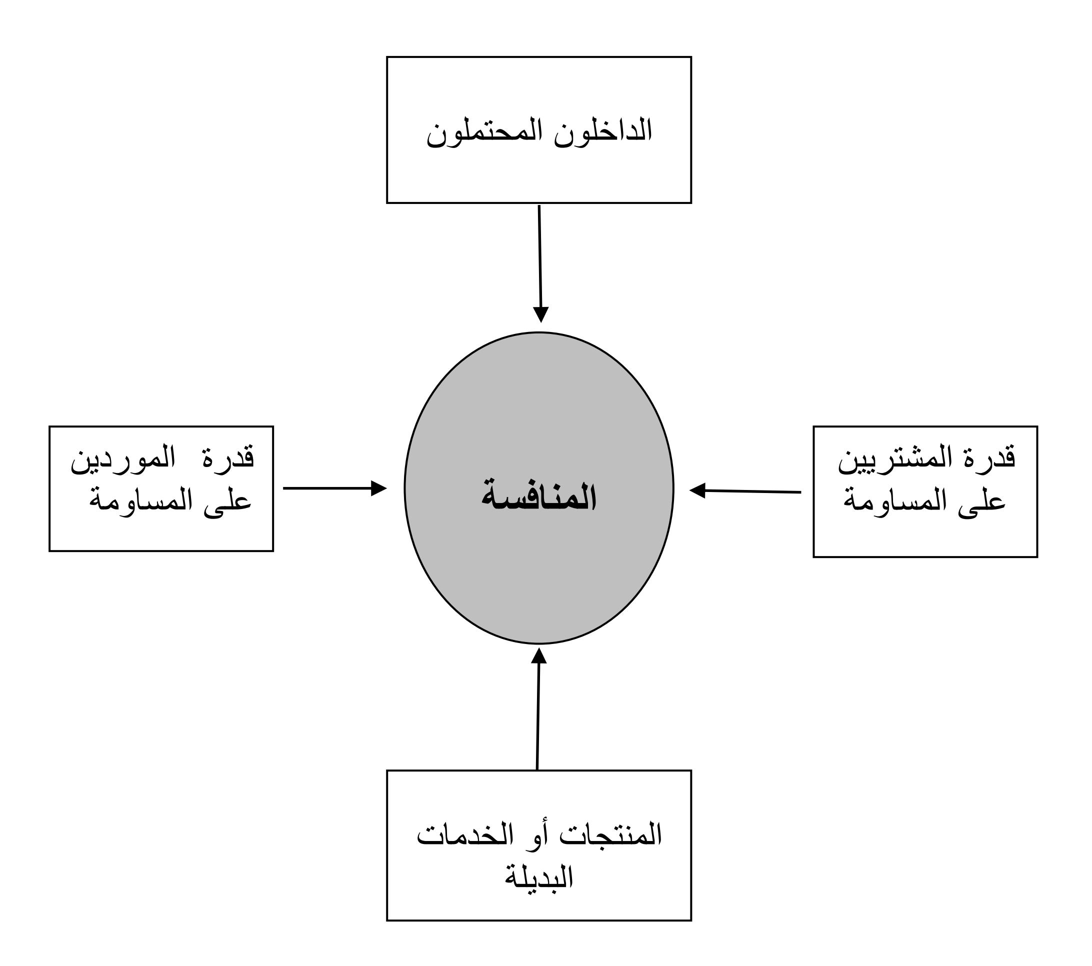
بناءً على الجدول السابق، نلاحظ بأن قوانين حماية البيئة والاستقرار الحكومي هي عبارة عن أمثلة عن العوامل السياسية المؤثرة في بيئة العمل التي تنتمي إليها الشركة. في حين أن الدورات الاقتصادية ومعدلات البطالة تعتبر من العوامل الاقتصادية في الطلب على منتجات الشركة وخدماتها. وبشكل مشابه، فإن العوامل الثقافية الاجتماعية مثل التعداد السكاني والمرونة الاجتماعية تؤثر في الطلب على منتجات وخدمات الشركة. وأخيراً، فإن العوامل التكنولوجية مثل الإنفاق الحكومي على البحوث وسرعة نقل التكنولوجيا لها كبير الأثر في قدرة الشركة على تقديم المنتجات والخدمات في الوقت المناسب.

ولابد من الإشارة إلى أن العوامل العامة لها تأثير متباين على قطاعات الأعمال والشركات، لذلك فإنه من المهم أن يحدد المحلل العوامل التي من المحتمل أن تؤثر على التدفقات النقدية للشركة والمخاطر المرتبطة بها.

الظروف القطاعية المؤثرة في التدفقات النقدية المحتملة للشركة والمخاطر المرتبطة بها

تتوقف جاذبية أي قطاع من قطاعات الأعمال بشكل رئيسي على إمكانية تحقيق عوائد مرضية، أي عوائد تساوي أو تفوق تكلفة رأس المال. وعلى الرغم من أن تلك العوائد تتأثر بعوامل مختلفة، إلا أنه وبشكل عام كلما اشتدت المنافسة كلما انخفضت فرص الحصول على عوائد مرتفعة تتجاوز تكلفة رأس المال. ولكي نفهم المنافسة على مستوى قطاع، فإن أسلوب "الخمس قوى" Five forces قد يساعدنا في ذلك. إن هذا الأسلوب يسلط الضوء على قوى مختلفة مؤثرة في المنافسة على مستوى القطاع وبالتالي في إمكانية تحقيق عوائد جاذبة. إن الشكل رقم 7-1 يوضح عملية التحليل باستخدام أسلوب الخمس قوى

الشكل رقم 7-1: تحليل الخمس قوى



إن إجراء تحليل للداخلين المحتملين يزود المحلل بفهم وإدراك لتهديدات اللاعبين الجدد في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة. بشكل عام، فإن الداخلين الجدد سيكون لديهم الرغبة في الحصول على حصص في السوق والتي من شأنها أن تؤثر سلباً على العوائد. لكن هناك عقبات أو حواجز للدخول في قطاع ما، يمكن تلخيصها بالآتي:

- اقتصاديات الحجم / النطاق.
- تنويع المنتجات.

- متطلبات رأس المال.
- تكاليف التحويل.
- الوصول إلى أقنية التوزيع.
- السياسة الحكومية.

أما بالنسبة لتحليل المنافسة بين المنافسين الحاليين، فإنه يزود المحلل بفهم مستوى المنافسة. فإذا كانت المنافسة شديدة فهذا سيؤثر سلباً على العوائد. وفي الحقيقة، فإن المنافسة تتدرج من خفيفة إلى معتدلة إلى منافسة حادة. وبشكل عام، فإن المنافسة تشتد كلما كان القطاع يتمتع بالخصائص التالية:

- نمو بطيء في القطاع.
- عدد كبير من المنافسين.
- فائض عن الاستيعاب.
- تكاليف ثابتة عالية.
- عقبات خروج كبيرة.

إن تحليل الضغط المحتمل من المنتجات البديلة يمكن أن يزود المحلل بمعلومات تساعده في تقدير الخطر المحتمل من المنتجات البديلة. فالبدائل يمكن أن تقلص العوائد المحتملة من القطاع وخاصةً إذا كانت عوائد القطاع مرتفعة لأنها سوف تجعل البدائل أكثر جاذبية.

كذلك فإن تحليل قدرة المشتريين على المساومة تزود المحلل في معرفة مدى قوة المشتريين نسبةً للقطاع. فكلما امتلك المشترون قدرة عالية على المساومة والتفاوض كلما أدى ذلك إلى تقليص العوائد المحتملة من القطاع. ويمكن للمشتريين أن يكونوا ذوي قدرة عالية على المساومة والتفاوض، وذلك في الحالات التالية:

- إذا كانت الحصة الكبيرة من مبيعات القطاع مشتراة من قبل مشتري محدد.
- إذا كانت المنتجات المشتراة من القطاع عبارة عن سلع أو مواد للمتاجرة.
- إذا كانت تكاليف التحويل منخفضة.
- إذا كان المشترون يعانون من العوائد المنخفضة.

وبالمقابل فإن تحليل قدرة الموردين على المساومة والتفاوض يزود المحلل في معرفة مدى قوة الموردين نسبةً للقطاع. فإذا امتلك الموردون قدرة عالية على المساومة والتفاوض، فإنهم سيجنون الحصة الأكبر من أرباح القطاع وذلك عن طريق رفع الأسعار أو تخفيض جودة المنتجات أو الخدمات. ويمكن للموردين أن يكونوا ذوي قدرة عالية على المساومة والتفاوض، وذلك في الحالات التالية:

- إذا كان الموردون أكثر تمركزاً وتجمعاً وبالتالي أشد قوة.
- في حال عدم كون القطاع سوق تصريف هام بالنسبة للموردين.
- إذا كانت المنتجات أو الخدمات ذات أهمية كبيرة بالنسبة للقطاع.
- إذا كان القطاع يواجه تكاليف تحويل مرتفعة.

الظروف الخاصة بالشركة والمؤثرة في توليد التدفقات النقدية والمخاطر المرتبطة بها

تبين الإجراءات التحليلية على المستوى الكلي وعلى مستوى القطاع الفرص والتهديدات التي تواجه الشركة. حيث أن تحليل البيئة الخارجية يزود المحلل بفهم وإدراك لحالة السوق المحتملة، أي حجم السوق والنمو المتوقع والفرص لكسب عوائد جاذبة. بمعنى آخر، فإن الغاية الرئيسية من التحليل الخارجي تكمن في تقدير الحصة السوقية للشركة. لكن العوائد الممكن انجازها لا نستطيع الحصول عليها بدون تحليل لإمكانيات وكفاءات الشركة بالمقارنة مع مثيلاتها من

الشركات. لذلك فإن تحليل الميزة التنافسية للشركة يعتبر من الأمور الحاسمة في هذا المجال.

عند تقييم الميزة التنافسية للشركة، فإنه من المفيد أن نأخذ بعين الاعتبار الموارد المتاحة لديها ومدى التفرد والتميز بتلك الموارد. وعلى المحلل تقييم طبيعة أساس الموارد وقوتها ومدى التفرد بتلك الموارد وصعوبة تقليدها. ويمكن تقسيم موارد الشركة إلى أنواع التالية:

- الموارد المادية (مثل الموقع، جودة واستغلال الممتلكات والمصانع والمعدات).
- الموارد البشرية (مثل مدى القدرة على التكيف، المهارات).
- الموارد المالية (مثل الرافعة المالية، القدرة على خلق الأرباح).
- الموارد غير الملموسة (مثل العلامات التجارية، العلاقة مع اللاعبين الرئيسيين ضمن القطاع).

لابد من الإشارة إلى أن الموارد ليست على نفس الدرجة من الأهمية، لذلك يتوجب على المحلل التركيز على فهم وإدراك مدى قوة وتميز الموارد الأكثر أهمية. لذلك فإن اختبار الأداء المقارن Benchmarking من خلال مقارنة أداء الشركة مع الشركات المثيلة يعتبر من الأدوات الفعالة جداً في فحص وتقييم قوة وفرادة الموارد الرئيسية.

تحليل سلسلة القيمة

تحليل سلسلة القيمة هو عبارة عن أداة لتوصيف الأنشطة ضمن المنظمة وذلك لتقييم القوة التنافسية للشركة بالمقارنة مع مثيلاتها من الشركات. إن الجدول رقم 7-6 مثالاً عن تحليل سلسلة القيمة.

الجدول رقم 7-6: تحليل سلسلة القيمة

أنشطة الشركة	
الأنشطة الرئيسية	**الأنشطة المساندة**
• الأنشطة المتعلقة بالتوريد	• أنشطة الشراء
• الأنشطة المتعلقة بالعمليات	• الأنشطة المتعلقة بإدارة الموارد البشرية
• الأنشطة المتعلقة بالتسويق والبيع	• أنشطة البحث والتطوير
• الأنشطة المتعلقة بالخدمات بعد البيع	• الأنشطة الإدارية

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن سلسلة القيمة تصف الأنشطة الرئيسية والأنشطة المساندة لها ضمن الشركة. إن تحديد وفهم الأنشطة الرئيسية من الأمور الهامة والضرورية عند تحديد الميزة التنافسية للشركة. كما أنه من المهم فهم مدى كفاءة الشركة في إدارة أنشطتها المساندة، وإلى أي درجة تلك الأنشطة تدعم بشكل جيد الأنشطة الرئيسية. ولابد من الإشارة إلى أن تحليل سلسلة القيمة إلى جانب تحليل اختبار الأداء المقارن Benchmarking analysis يعتبران أداة فعالة لتقييم الميزة التنافسية للشركة.

مواطن القوة والضعف والفرص والتهديدات التي تواجه الشركة (تحليل SWOT)

إن الجانب الأخير من التحليل الاستراتيجي يتمثل بتحديد القضايا الرئيسية (المسببات الإستراتيجية) بالاعتماد على التحليل الخارجي والداخلي. ومن خلال هذه الخطوة فقط يمكن إجراء تقدير معقول وملموس للفرص والتهديدات ونقاط

القوة والضعف. فالتحليل الخارجي مثل تحليل PEST وتحليل الخمس قوى يفضي إلى فهم أفضل للفرص والتهديدات التي تواجه الشركة. أما التحليل الداخلي لموارد وإمكانيات الشركة فإنه يؤدي إلى فهم أفضل لنقاط القوة والضعف وبالتالي الميزة التنافسية للشركة بالمقارنة مع مثيلاتها. إن العوامل الأكثر أهمية المحددة في التحليل الخارجي والداخلي يمكن تلخيصها في مصفوفة SWOT. والجدول رقم 7-7 يزودنا بمثال عن مصفوفة SWOT.

الجدول رقم 7-7: مصفوفة SWOT

العوامل الخارجية	
الفرص	**التهديدات**
حجم السوق	الدورة الاقتصادية
معدل نمو السوق	التضخم
حواجز أو معوقات الدخول في قطاع	القوانين والتشريعات
قدرة الموردين على المساومة والتفاوض	مدى توافر قوى العمل
قدرة المشتريين على المساومة والتفاوض	القضايا المتعلقة بالبيئة
الدعم الحكومي	المنتجات أو الخدمات البديلة
العوامل الداخلية	
نقاط القوة	**نقاط الضعف**
الإدارة	التوزيع
الموارد المالية	التدابير الإدارية
البحث والتطوير	العلامات التجارية
الإنتاج	المسؤولية الاجتماعية
الربحية	

كما أن الشكل رقم 7-2 يمثل أسلوب آخر لتلخيص نتائج التحليل الخارجي والداخلي. حيث أنه يحدد مكانة الشركة بالاعتماد عل جاذبية القطاع من جهة والميزة التنافسية للشركة بالمقارنة مع مثيلاتها من جهة أخرى. إن الشكل رقم 7-2 يبين الوضع الحالي للشركة والشركات المنافسة باستخدام الدوائر. حيث أن حجم الدائرة يعكس الحصة السوقية الحالية، والسهم يدل على الوضع المتوقع للشركة في المستقبل. على سبيل المثال، الشركة 3 (C3) تمتلك حالياً الحصة السوقية الأكبر وميزة تنافسية أفضل بالمقارنة مع الشركات C1 و C2. بالإضافة إلى ذلك، فإن التحليل يبين بأن الشركة C3 سوف يكون وضعها التنافسي أفضل من الشركات C1 و C2 في المستقبل. بناءً على ذلك، فإن الشركة C3 من المحتمل أن يكون لديها في المستقبل معدلات نمو وهوامش ربح أعلى بالمقارنة مع الشركات C1 و C2.

الشكل رقم 7-2: مصفوفة SWOT

		الميزة التنافسية		
		ضعيفة	متوسطة	عالية
جاذبية القطاع	منخفضة			
	متوسطة	C1	C2	C3
	عالية			

أخيراً، فإنه من المهم التأكيد على أن التحليل الاستراتيجي يؤدي إلى فهم أفضل لمسببات القيمة الإستراتيجية، أي العوامل الإستراتيجية والتشغيلية المؤثرة في مسببات القيمة المالية.

2) تحليل القوائم المالية:

إن تحليل القوائم المالية يسلط الضوء على المستويات والاتجاهات التاريخية لمسببات القيمة المالية الرئيسية. لذلك يعتبر تحليل القوائم المالية من الأمور المفيدة عند تطوير تقديرات يمكن الاعتماد عليها فيما يتعلق بقدرة الشركة على توليد الأرباح، والمتطلبات الاستثمارية وحاجات التمويل. في هذا القسم سوف نناقش وبإيجاز الخطوات المختلفة التي تتضمنها عملية تطوير المستويات والاتجاهات التاريخية الممكن الاعتماد عليها وذلك بالنسبة لكل مسبب من مسببات القيمة المالية.

طالما أن الهدف يتمثل بتحليل السلسلة الزمنية، فإن المحلل بحاجة إلى توجيه اهتمامه على المسائل التالية قبل حساب وتفسير مسببات القيمة المالية.

- هل السياسات المحاسبية ثابتة عبر الزمن؟
- هل الأرباح المصرح بها متأثرة ببنود استثنائية؟
- هل الشركة قدمت منتجات جديدة أو دخلت أسواق جديدة ذات مخاطر مختلفة؟
- هل الشركة اكتسبت أو تخلت عن أعمال؟

بعد ذلك تأتي الخطوة القادمة المتمثلة بحساب مسببات القيمة المالية. إن مسببات القيمة المالية التاريخية تزود المحلل بمعلومات مفيدة حول مستوى واتجاه كل مسبب من مسببات القيمة. إذا كان بالإمكان توافر سلسلة زمنية طويلة، فإن المحلل يحصل على معلومات حول سلوك المسببات المالية في فترات الانتعاش والركود. بالإضافة إلى ذلك، فإن التحليل التاريخي يعطي المحلل فهم للمستوى

المتوسط والقيمة العظمى والدنيا بالنسبة لكل مسبب من مسببات القيمة المالية. فعلى سبيل المثال، إذا كان هامش الربح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA يتذبذب بين 4% و 6% خلال ثمان سنوات ماضية، والمتوسط يقترب من 5%. هذه المعلومات سوف تريح المحلل أكثر عند التنبؤ بهامش EBITDA.

بالخلاصة، فإن التحليل الاستراتيجي يساعدنا في تحديد مسببات القيمة الإستراتيجية الرئيسية، بالإضافة إلى تسليط الضوء على معدلات النمو والهوامش المحتملة. بينما تحليل القوائم المالية يزودنا بالمستويات والاتجاهات التاريخية لمسببات القيمة المالية الرئيسية. فإذا جمعنا المعلومات المستخلصة من التحليل الاستراتيجي وتحليل القوائم المالية، فإن ذلك يشكل أداة فعالة جداً لتوليد تقديرات ذات موثوقية لكل مسبب من مسببات القيمة المالية.

أسئلة الفصل السابع

1) ما هي مسببات القيمة الإستراتيجية، وما الفرق بينها وبين مسببات القيمة المالية؟

2) عرف القوائم المالية التقديرية واذكر أساليب إعدادها.

3) قم بتوصيف مسببات القيمة الثمانية التي اعتمدنا عليها في إعداد القوائم المالية التقديرية.

4) ما هي المسائل الواجب أخذها بعين الاعتبار عند تصميم خريطة مسببات القيمة؟

5) ما هي الركائز الرئيسية التي يقوم عليها التحليل الاستراتيجي المستخدم في تحديد مسببات القيمة الإستراتيجية؟

6) كيف يمكننا الاستفادة من تحليل القوائم المالية عند تقدير مسببات القيمة المالية؟

7) حل المسألة التالية:

ليكن لديك المعلومات التالية العائدة للشركة X:

بيان الدخل للفترة المنتهية في 2014/12/31

البنود	المبلغ (مليون ليرة)
الإيراد	240
المصاريف التشغيلية (باستثناء الاستهلاك)	170
الأرباح قبل الفائدة، والضريبة، والاستهلاك والإطفاء (EBITDA)	**70**
الاستهلاك والإطفاء	30
الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة (EBIT)	**40**
الضريبة على الربح قبل الفائدة والضريبة	10

صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT)	**30**
صافي المصاريف المالية قبل الضريبة	9
الوفر الضريبي (الناجم عن المصروفات المالية)	2
الربح الصافي	**23**

الميزانية العمومية كما تظهر في 2014/12/31

البنود	**المبلغ (مليون ليرة)**
الأصول غير الملموسة والملموسة	146
صافي رأس المال العامل	98
رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)	**244**
حقوق الملكية في بداية الفترة	116
+ الربح الصافي	26
_ التوزيعات	20
حقوق الملكية في نهاية الفترة	122
صافي الديون الخاضعة للفوائد (NIBD)	122
رأس المال المستثمر (الملكية + صافي الديون الخاضعة للفوائد)	**244**

المطلوب:

إعداد القوائم المالية التقديرية لعام 2015 (بيان الدخل – الميزانية – بيان التدفق النقدي)، وذلك في ظل المعطيات التالية:

- معدل نمو الإيرادات: 5%.

- هامش الربح قبل الفائدة، والضريبة، والاستهلاك والإطفاء (EBITDA): 30%.
- نسبة الأصول غير الملموسة والملموسة من الإيراد: 60%.
- نسبة الاستهلاك من الأصول غير الملموسة والملموسة: 20%.
- معدل الضريبة: 25%.
- معدل الفائدة: 8%.
- نسبة صافي رأس المال العامل من الإيراد: 40%.
- نسبة صافي الديون الخاضعة للفوائد من رأس المال المستثمر: 50%.

الفصل الثامن

التقييم

Valuation

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- التمييز بين الأساليب المختلفة للتقييم.
- تنفيذ التقييم بالاعتماد على أسلوب القيمة الحالية.
- تنفيذ التقييم بالاعتماد على أسلوب المضاعفات.
- إدراك متطلبات استخدام أسلوب المضاعفات.
- تنفيذ التقييم بالاعتماد على أسلوب التصفية.
- إدراك متى يكون التقييم باستخدام أسلوب التصفية أكثر ملائمة من أسلوبي القيمة الحالية والمضاعفات.

التقييم

تعتمد عملية حساب القيمة بالنسبة لأي أصل من الأصول على خصم الدخل المستقبلي المتولد عن ذلك الأصل. وعند تحديد معامل الخصم يجب أن نأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود والمخاطر المرتبطة بالدخل المتولد عن ذلك الأصل.

وبشكل عام، فإننا بحاجة لمعرفة العوامل التالية عند تقييم أصل ما:

- تدفق الدخل المستقبلي.
- معدل الخصم المناسب.

في هذا الفصل سوف نناقش كيفية تقييم الشركات وذلك باستخدام نماذج التقييم المختلفة. ولابد من الإشارة إلى أن تقنيات التقييم قد تبدو معقدة جداً في البداية. ولكن يجب أن تتذكر بأن تقييم الشركة لا يختلف عن تقييم أي أصل من الأصول، حيث كل ما نحتاجه يتمثل بالتنبؤ بتدفق الدخل المستقبلي من جهة، وبتقدير معدل الخصم من جهة أخرى.

تظهر الحاجة إلى تقييم الشركات في مجالات مختلفة، وفيما يلي بعض الأمثلة عن الحالات التي نحتاج معها لاستخدام تقنيات التقييم:

- الاندماج والاستحواذ.
- الاكتتاب العام الأولي IPOs.
- إصدارات الأسهم.
- تحليل الأسهم.
- أدوات الإدارة (الإدارة بالاعتماد على القيمة).
- التعويضات (مشاركة الموظفين في ملكية الشركة – خيارات الأسهم).
- الخصخصة.
- اختبارات تخفيض القيمة.

نموذجياً يرتبط التقييم بموضوعات مثل الاندماج والاستحواذ وتحليل الأسهم. لكن القائمة السابقة تشير إلى ظروف وحالات أخرى عديدة نحتاج معها لعمليات التقييم. في هذا الفصل سوف نتناول نماذج التقييم المستخدمة عموماً. وبالتالي، لا تركيز في هذا الفصل على الأساليب الخاصة في التقييم.

كما تم التمييز بين الجوانب الفنية والاقتصادية للتقييم. فمن خلال الجوانب الفنية، نسلط الضوء على المفاهيم الأساسية لأساليب التقييم المختلفة بما فيها مسببات القيمة، بالإضافة إلى التركيز على الارتباط بين هذه الأساليب. أما بالنسبة للجوانب الاقتصادية، فإنها تشير إلى جودة المدخلات (افتراضات التنبؤ). وقد ركزنا في هذا الفصل على الجوانب الفنية للتقييم، حيث أن الجوانب الاقتصادية للتقييم قد تمت تغطيتها في الفصل السابق (التنبؤ).

ولابد من الإشارة إلى ضرورة فهم القضايا الفنية للتقييم وذلك للأسباب التالية:

أولاً، إنه من المهم بالنسبة للمحلل أن يدرك المفاهيم الأساسية لمعظم أساليب التقييم ومستوى المهارات الحسابية المطلوبة. **ثانياً**، إنه من المهم أيضاً أن يدرك المحلل إلى أي مدى يمكن أن تكون نماذج التقييم متكافئة وبالتالي سوف تعطي تقديرات متماثلة للقيمة. ويمكن الاستفادة من هذه المعلومات عند الاختيار بين أساليب التقييم المختلفة. بالإضافة إلى ذلك، يستطيع المحلل التأكد من عدم تحيز التقييم وعدم احتوائه على أخطاء فنية وذلك من خلال استخدام أسلوبين أو أكثر من أساليب التقييم المتكافئة. **ثالثاً**، من المهم أن يدرك المحلل كيفية استخدام أساليب التقييم المختلفة بشكل تفاعلي. فعن طريق استخدام أساليب تقييم مختلفة يتمكن المحلل من فحص تقديرات القيمة من أبعاد مختلفة للتقييم.

في هذا الفصل سوف نناقش أساليب التقييم التي تقيس قيمة المشروع أو القيمة السوقية لحقوق المساهمين. قيمة المشروع تمثل القيمة السوقية المتوقعة لرأس المال المستثمر، بالتالي فإن قيمة المشروع تتضمن القيمة السوقية المقدرة لحقوق

الملكية والقيمة السوقية المقدرة لصافي الديون بفائدة. أما القيمة السوقية لحقوق المساهمين فإنها تتمثل بالقيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية، وبالتالي فإن الاختلاف بين قيمة المشروع وحقوق الملكية يتمثل بصافي الديون الخاضعة للفائدة.

أولاً_ أساليب التقييم:

هناك عدد كبير من الأساليب المستخدمة في التقييم، إلا أنه يمكن تصنيفها ضمن أربع مجموعات رئيسية. المجموعة الأولى من أساليب التقييم تعتمد على خصم تدفقات الدخل المستقبلي أو التدفقات النقدية المستقبلية. ويشار إلى تلك النماذج بأساليب القيمة الحالية.

أما المجموعة الثانية فهي أسلوب التقييم النسبي، وغالباً ما يسمى بأسلوب المضاعفات. وفقاً لأسلوب المضاعفات، يتم تقدير قيمة الشركة باستخدام سعر شركة قابلة للمقارنة مع الشركة محل التقييم وذلك بالنسبة إلى مجموعة من البنود المحاسبية مثل الإيرادات، والأرباح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء EBITDA، والأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT، وصافي الدخل، والتدفقات النقدية أو القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

المجموعة الثالثة من أساليب التقييم وهي أسلوب التصفية. وهنا يتم تقدير قيمة حقوق الملكية عن طريق قياس صافي العائدات التي يمكن أن تحصل عليها الشركة في حال قامت بتسييل كافة أصولها وقامت بتسوية كافة التزاماتها.

أما المجموعة الرابعة والأخيرة من أساليب التقييم فهي نماذج الخيارات الحقيقية، وهذه الأساليب تستخدم نماذج تسعير الخيار في قياس قيمة الشركات.

وقد بينت مسوحات عديدة بأن الممارسين يدعمون أسلوب القيمة الحالية والمضاعفات عند تقييم الشركات. وإن نتائج مسح بترسون (بترسون، 2006) تبين بأنه في معظم الحالات يتبنى المحللون أسلوب القيمة الحالية والمضاعفات.

كما يستخدم المحللون الماليون أسلوب التصفية لكن بنسبة أقل من 20% من الحالات محل الدراسة، أما أسلوب الخيارات الحقيقية فمن النادر جداً استخدامه من قبل المحللين.

إن الأساليب الأربعة السابقة تعالج التقييم من أبعاد مختلفة، وإنه من المهم بالنسبة للمحلل أن يدرك مزايا وعيوب كل أسلوب من تلك الأساليب عند اختيار نموذج التقييم. وفي هذا الفصل سوف نناقش وبالتفصيل أساليب القيمة الحالية والمضاعفات والتصفية. أما بالنسبة لأسلوب الخيارات الحقيقية، فعلى الرغم مما يتضمنه من مزايا، فإنه من النادر استخدامه من قبل المحللين وذلك بسبب العمليات المعقدة التي تكتنف هذا الأسلوب بالإضافة إلى الصعوبات في الوصول إلى تقديرات موثوقة يمكن الاعتماد عليها.

ثانياً_ ميزات أسلوب التقييم المثالي:

في هذا القسم سوف نقدم توصيفاً لأربع مزايا يتمتع بها أسلوب التقييم المثالي:

مزايا متعلقة بالقيمة:

1) الدقة (تقديرات غير متحيزة).
2) افتراضات واقعية.

مزايا متعلقة بالمستخدم:

3) إرضاء المستخدم.
4) مخرجات قابلة للفهم.

أولاً، دقة أسلوب التقييم من المسائل الهامة جداً. حيث أن دقة أسلوب التقييم تفضي إلى تقديرات غير متحيزة. **وثانياً**، أن يعتمد أسلوب التقييم على افتراضات واقعية أي أن الافتراضات صحيحة ولها ما يبررها، على سبيل المثال يمكن أن تستند الافتراضات على أداء الشركة في الماضي (البيانات التاريخية). وفي الحقيقة، فإن الميزة الثانية مرتبطة كثيراً بالميزة الأولى. حيث أن المحلل إذا لم

يكن قادراً على بناء افتراضات واقعية، فإن تقدير القيمة سوف يكون متحيزاً. إن الميزتين الأولى والثانية تعكسان دقة أسلوب التقييم ويشار إليها بمزايا القيمة Value attributes.

ثالثاً، أسلوب التقييم يجب أن يرض المستخدم. وهذا يعني بأن لا يكون أسلوب التقييم معقداً، بالإضافة إلى سهولة الوصول إلى البيانات (المدخلات) وأن لا يستهلك وقتاً طويلاً عند استخدامه. **أخيراً**، فإنه من الأفضل الإبلاغ عن تقدير القيمة (المخرجات) بمصطلحات واضحة وقابلة للفهم. إن الميزة الثالثة والرابعة يشار إليهما بمزايا المستخدم User attributes. في الجزء التالي سوف نستخدم المزايا الأربع وذلك بغية تقييم كل أسلوب من أساليب المعتمدة في التقييم.

ثالثاً_ أساليب القيمة الحالية Present value approaches

تستخدم أساليب القيمة الحالية في تقدير القيمة الحقيقية للشركة وذلك بالاعتماد على تقديرات المحلل للتدفقات النقدية ومعامل الخصم الذي يعكس المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية والقيمة الزمنية للنقود. يتمثل الافتراض الرئيسي لأساليب القيمة الحالية بأن جميع تلك الأساليب مشتقة من نموذج خصم التوزيعات. ولابد من الإشارة إلى أن الأساليب المختلفة للقيمة الحالية متكافئة من الناحية النظرية. وهذا يشير إلى أنه في حال الاعتماد على نفس المدخلات، فإن تلك الأساليب المختلفة سوف تعطي تقديرات متماثلة للقيمة. ولتوضيح كيفية تقدير قيمة الشركة باستخدام أساليب القيمة الحالية المختلفة، سوف نستخدم القوائم المالية التقديرية المعدة في الفصل السابق (التنبؤ). والجدول رقم 8-1 يتضمن ملخصاً بالأرقام الرئيسية للقوائم المالية التقديرية.

نتيجة لطبيعة أساليب القيمة الحالية المختلفة، فإننا بحاجة إلى مقاييس مختلفة أيضاً لتكلفة رأس المال المستخدمة كمعدلات خصم. وبشكل أكثر تحديداً، نحن بحاجة إلى مدخلات لتقدير التعابير التالية المتعلقة بتكلفة رأس المال:

- معدل العائد المطلوب على الأصول (r_a).
- معدل العائد المطلوب على صافي الديون بفائدة (NIBD) (r_d).
- معدل العائد المطلوب على الملكية (r_e).
- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC).

أما الجدول رقم 8-2، فإنه يتضمن تقديرات للمقاييس المختلفة لتكلفة رأس المال التي تسمح لنا بأن نؤكد على أن أساليب القيمة الحالية المختلفة تفضي إلى تقديرات متماثلة للقيمة بالاعتماد على القوائم المالية التقديرية الملخصة في الجدول 8-1.

في الفصل التاسع سوف نتطرق إلى كيفية تقدير المقاييس المختلفة لتكلفة رأس المال ونبين كيف ترتبط تلك المقاييس ببعضها البعض.

الجدول رقم 8–1: ملخص بالبيانات المالية الرئيسية

	السنة المالية الماضية	فترة التنبؤ					الفترة النهائية	
ملخص بالبيانات الرئيسية	**0**	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**
نمو الإيراد	%5	%5	%5	%5	%5	%5	%5	%5
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	16.4	17.2	18.1	19	19.9	20.9	21.4	21.8
صافي المصروفات المالية	(4.6)	(4.9)	(5.1)	(5.4)	(5.6)	(5.9)	(6.2)	(6.3)
الوفر الضريبي	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
الأرباح الصافية	12.9	13.6	14.3	15	15.7	16.5	16.7	17
رأس المال المستثمر (صافي الأصول التشغيلية)	121.6	127.6	134	140.7	147.7	155.1	158.2	161.4
حقوق الملكية في نهاية الفترة	60.8	63.8	67	70.4	73.9	77.6	79.1	80.7
التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF	10.6	11.2	11.7	12.3	12.9	13.6	18.3	18.6
التدفقات النقدية الحرة لأصحاب الملكية FCFE	10	10.5	11.1	11.6	12.2	12.8	15.2	15.5
التوزيعات	10	10.5	11.1	11.6	12.2	12.8	15.2	15.5

الجدول رقم 8–2: المقاييس المختلفة لتكلفة رأس المال

تكلفة رأس المال	1	2	3	4	5	6	7
الديون / الملكية	0.333	0.339	0.345	0.352	0.359	0.359	0.359
معدل العائد المطلوب على الأصول (r_a)	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75
معدل العائد المطلوب على صافي الديون بفائدة (r_d)	%6	%6	%6	%6	%6	%6	%6
معدل العائد المطلوب على الملكية (r_e)	%8.996	%9	%9.004	%9.009	%9.014	%9.019	%9.019
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)	%8.256	%8.250	%8.243	%8.237	%8.229	%8.221	%8.221

1) أسلوب خصم التوزيعات The dividend discount approach

إن نموذج خصم التوزيعات أقل انتشاراً بالمقارنة مع بقية أساليب القيمة الحالية، لكن وعلى الرغم من ذلك فإنه يمثل القاعدة أو الأساس لأساليب القيمة الحالية الأخرى. وهذا ما يفسر لماذا بدأنا أولاً بمناقشة نموذج خصم التوزيعات.

وفقاً لنموذج خصم التوزيعات فإن قيمة الشركة تتمثل بالقيمة الحالية لكافة التوزيعات المستقبلية. وفي حال كان تدفق التوزيعات لفترة زمنية غير محدودة ومعامل خصم ثابت (r_e) فإن معادلة نموذج خصم التوزيعات كالآتي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} [D_t / (1+ r_e)^t]$$

حيث:

P_0: القيمة السوقية لحقوق الملكية.

D_t: التوزيعات المتوقعة في نهاية السنة t.

r_e: معدل العائد المطلوب على الملكية.

وفقاً لنموذج خصم التوزيعات، فإن العاملين المؤثرين على القيمة السوقية للشركة هما:

1) التوزيعات المستقبلية.
2) معدل العائد المطلوب على الملكية.

حيث كلما ازدادت التوزيعات المستقبلية وانخفض معدل العائد المطلوب على الملكية، كلما انعكس ذلك بشكل ايجابي على قيمة الشركة. وطالما أنه من غير الممكن تقريباً أن نقوم بتقدير التوزيعات لفترة زمنية غير محددة، لذلك غالباً ما نستخدم نموذج خصم التوزيعات ذو الخطوتين:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} [D_t / (1+ r_e)^t] + [D_{n+1} / (r_e - g)] * [1 / (1+ r_e)^n]$$

حيث:

n: عدد الفترات مع معدلات نمو غير عادية (فترة التنبؤ – أفق التنبؤ).

g: معدل النمو المستقر على المدى الطويل (الفترة النهائية).

يقوم نموذج خصم التوزيعات ذو الخطوتين على تقسيم تقديرات التوزيعات إلى فترتين: فترة التنبؤ الصريحة (أفق التنبؤ) حيث يختلف فيها النمو في التوزيعات عن معدل النمو طويل الأجل، والفترة النهائية التي يفترض فيها ثبات معدل النمو في التوزيعات.

الفكرة الأساسية لنموذج خصم التوزيعات ذو الخطوتين تتمثل بأن معدل نمو الشركة سوف يقترب في النهاية من معدل النمو الطويل الأجل للاقتصاد الذي تعمل فيها الشركة. وبما أن الشركات تختلف عن بعضها من حيث المرحلة التي تعيشها ضمن دورة حياتها، لذلك فإن أفق التنبؤ يختلف بين الشركات. فبالنسبة للشركات ذات معدلات نمو مرتفعة، يكون أفق التنبؤ فيها أطول بالمقارنة مع الشركات الأكثر نضوجاً التي تقترب معدلات النمو فيها من معدل النمو الطويل الأجل. وفي الحقيقة، فإن افتراض ثبات النمو لفترة زمنية غير محددة يمكن أن يمثل حلاً لعملية تقدير التوزيعات لفترة غير محددة، حيث أن هذه العملية مملة وتستهلك الكثير من الوقت. كما أن الافتراض الأساسي للنموذج يعني بأن معدل النمو للشركة يتذبذب صعوداً وهبوطاً حول معدل النمو طويل الأجل، حيث أنه من النادر أن تنمو الشركة بمعدل ثابت لفترة زمنية غير منتهية.

هناك بعض المسائل التي تحتاج إلى معالجة وذلك عند حساب القيمة النهائية. **أولاً**، طالما أن القيمة النهائية عادة ما تتراوح بين 60–80% من القيمة الإجمالية للشركة، لذلك فمن الضروري الانتباه وبذل العناية اللازمة عند تقدير كل عامل من العوامل الداخلة ضمن الحساب. بناءً عليه، لابد من توخي الحذر والدقة عند تقدير العوامل الداخلة في معادلة احتساب القيمة النهائية (قيمة التوزيعات،

ومعدل العائد المطلوب على الملكية، والمعدل المتوقع لنمو التوزيعات على المدى الطويل الأجل). **ثانياً**، من الضروري أن تكون فترة التنبؤ (أفق التنبؤ) طويلة بشكل كافي بما يضمن أن معدل النمو في الفترة النهائية يعكس معدل النمو طويل الأجل للقطاع الذي تعمل فيه الشركة.

يتضمن الجدول رقم 8-3 توضيحاً لكيفية تقدير قيمة الشركة باستخدام نموذج خصم التوزيعات واعتماداً على ملخص البيانات المالية الرئيسية المضمنة في الجدول رقم 8-1 ومعدل العائد المطلوب على الملكية في الجدول رقم 8-2.

الجدول رقم 8-3: نموذج خصم التوزيعات

نموذج خصم التوزيعات (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	1	2	3	4	5	6	7
التوزيعات	10.54	11.07	11.63	12.21	12.82	15.16	15.46
معدل العائد المطلوب على الملكية (re)	8.996 %	%9	9.004 %	9.009 %	9.014 %	9.019 %	9.019 %
معامل الخصم	0.917	0.842	0.772	0.708	0.65	0.596	
القيمة الحالية للتوزيعات	9.7	9.3	9	8.6	8.3	9	
القيمة الحالية للتوزيعات في فترة التنبؤ	54						
القيمة الحالية للتوزيعات في الفترة النهائية	131.3						
القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية	185.2						

من خلال الجدول رقم 8-3، نلاحظ بأن القيمة الحالية للتوزيعات في فترة التنبؤ تبلغ 54، بينما بلغت القيمة النهائية 131.3:

$$0.596 * ((0.02 - 0.09019) / 15.46) = 131.3$$

بناءً على ما تقدم، نلاحظ بأن نموذج خصم التوزيعات لا يعتمد إلا على افتراضات التنبؤ فقط التي تعتبر متطلب أساسي لأي أسلوب من أساليب القيمة الحالية، وبالتالي فإنه يفضي إلى تقديرات غير متحيزة للقيمة. لكن من جهة أخرى، فإنه وعلى الرغم من أن نموذج خصم التوزيعات يعتبر من أساليب التقييم البسيطة إلا أن مدخلات النموذج تحتاج إلى الكثير من الوقت لتوليدها. بالإضافة إلى ذلك، غالباً ما ينظر إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية على أنها القيمة المحتملة للشركة. وفي الحالات التي تكون فيها القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية مختلفة عن القيمة الدفترية، فإن نموذج خصم التوزيعات لا يقدم أي تفسير لهذا الاختلاف. بالتالي، فإنه وعلى الرغم من أن نموذج خصم التوزيعات يفضي إلى تقديرات غير متحيزة للقيمة، إلا أنه لا يمتلك خصائص مغرية بالنسبة للمستخدم. أخيراً، ووفقاً لنموذج خصم التوزيعات فإن قيمة الشركة تتمثل بالقيمة الحالية لكافة التوزيعات المستقبلية، إلا أن هذه التوزيعات هي مجرد توزيع للقيمة ولا تبين أي شيء عن كيفية خلق تلك القيمة.

2) أسلوب التدفقات النقدية المخصومة The discounted cash flow approach

يعتبر نموذج التدفقات النقدية المخصومة الأسلوب الأكثر شيوعاً من بين أساليب القيمة الحالية. ويقسم هذا النموذج إلى أسلوبين: الأسلوب الأول يستخدم لتقدير قيمة المشروع، والأسلوب الآخر يستخدم لتقدير قيمة حقوق الملكية.

أسلوب قيمة المشروع The enterprise value approach

وفقاً لنموذج التدفقات النقدية المخصومة فإن قيمة الشركة تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة المستقبلية. وفي حال كانت التدفقات النقدية لفترة زمنية غير محدودة فإن معادلة نموذج التدفقات النقدية المخصومة كالآتي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} [FCFF_t / (1+ WACC)^t]$$

حيث:

P_0: قيمة المشروع.

$FCFF_t$: التدفقات النقدية الحرة للشركة في الفترة الزمنية t.

WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

نلاحظ من المعادلة السابقة بأن هناك عاملين فقط يؤثران في القيمة السوقية للشركة وهما:

- التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF.
- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC.

حيث كلما ازدادت التدفقات النقدية الحرة وانخفض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ، كلما انعكس ذلك بشكل ايجابي على قيمة الشركة.

وكما رأينا في نموذج خصم التوزيعات ذو الخطوتين، فإن نموذج التدفقات النقدية المخصومة يمكن أيضاً تحديده بخطوتين:

$$P0 = \sum_{t=1}^{n} [FCFFt/(1+ WACC)^t] + [FCFF_{n+1}/(WACC - g)] * [1/(1+ WACC)^n]$$

يمكن أن نلاحظ مما ورد أعلاه، بأن هناك العديد من الخصائص المشتركة بين نموذج التدفقات النقدية المخصومة ونموذج خصم التوزيعات. لكن من خلال نموذج التدفقات النقدية المخصومة كما هو محدد أعلاه يمكن تقدير قيمة

المشروع مقابل تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية في نموذج خصم التوزيعات. لذلك فإنه من الضروري أن نستبعد القيمة السوقية لصافي الديون بفائدة من قيمة المشروع حتى نحصل على القيمة السوقية لحقوق الملكية.

بالاعتماد على البيانات الواردة في الجدولين 8-1 & 8-2، سوف نبين من خلال الجدول رقم 8-4 كيفية حساب قيمة الشركة باستخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة. حيث أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة في فترة التنبؤ بلغت 59.9، بينما في الفترة النهائية بلغت 186.2:

$$0.622 * ((0.02 - 0.08221) / 18.62) = 186.2$$

أخيراً، لابد من الإشارة إلى أن الأمثلة الرقمية السابقة المتعلقة بنموذجي خصم التوزيعات والتدفقات النقدية المخصومة تعطي تقديرات متماثلة للقيمة.

أسلوب قيمة حقوق الملكية The equity value approach

يمكن صياغة نموذج التدفقات النقدية المخصومة من منظور حقوق الملكية كالآتي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} [FCFE_t / (1+ r_e)^t]$$

حيث:

P_0: القيمة السوقية لحقوق الملكية.

$FCFE_t$: التدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية في الفترة الزمنية t.

r_e: معدل العائد المطلوب على الملكية.

الجدول رقم 8-4: نموذج التدفقات النقدية المخصومة – أسلوب قيمة المشروع

نموذج التدفقات النقدية المخصومة (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	1	2	3	4	5	6	7
التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF	11.2	11.7	12.3	12.9	13.6	18.3	18.6
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC	8.256 %	8.25 %	8.243 %	8.237 %	8.229 %	8.221 %	8.221 %
معامل الخصم	0.924	0.853	0.788	0.728	0.673	0.622	
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF	10.3	10	9.7	9.4	9.1	11.4	
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة في فترة التنبؤ	59.9						
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة في الفترة النهائية	186.2						
القيمة المقدرة	246						

							للمشروع
						(60.8)	**صافي الديون بفائدة**
						185.2	**القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية**

لقد أشرنا في الفصل السابق (التنبؤ) إلى أن الفرق الوحيد بين التدفقات النقدية الحرة للمنشأة FCFF والتدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية FCFE يتمثل بالمعاملات مع أصحاب الدين (الدائنون). وبالتالي، فإن نموذج التدفقات النقدية المخصومة المعتمد على التدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية FCFE يفضي إلى تقدير للقيمة السوقية لحقوق الملكية، في حين أن نموذج التدفقات النقدية المخصومة المعتمد على التدفقات النقدية الحرة للمنشأة FCFF يفضي إلى تقدير لقيمة كل من حقوق الملكية وصافي الديون بفائدة أي يفضي إلى تقدير لقيمة المشروع.

إن أسلوب قيمة حقوق الملكية يمكن تحديده أيضاً بخطوتين كالآتي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} [FCFE_t/(1+ r_e)^t] + [FCFE_{n+1}/(r_e - g)] * [1/(1+ r_e)^n]$$

إن الجدول رقم 8−5 (المعد باستخدام بيانات الجدولين 8−1 & 8−2) يبين كيفية حساب قيمة الشركة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية المخصومة من منظور حقوق الملكية. ويمكن أن نلاحظ بأن الأرقام هي نفسها التي تم التوصل إليها من خلال نموذج خصم التوزيعات. وهذا ناجم عن أن القوائم المالية التقديرية المعدة في الفصل السابق (التنبؤ) قد بنيت على افتراض أن تكون التدفقات النقدية الحرة للملاك مدفوعة كتوزيعات. بالتالي، فإن تقدير القيمة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية

المخصومة من منظور حقوق الملكية متطابقة مع تقديرات القيمة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات.

الجدول رقم 8-5: نموذج التدفقات النقدية المخصومة – أسلوب قيمة حقوق الملكية

نموذج التدفقات النقدية المخصومة (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	1	2	3	4	5	6	7
التدفقات النقدية الحرة للملاك FCFE	10.5	11.1	11.6	12.2	12.8	15.2	15.5
معدل العائد المطلوب على الملكية (re)	%8.996	%9	%9.004	%9.009	%9.014	%9.019	%9.019
معامل الخصم	0.917	0.842	0.772	0.708	0.65	0.596	
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للملاك FCFE	9.7	9.3	9	8.6	8.3	9	
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للملاك في فترة التنبؤ	54						
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للملاك في الفترة النهائية	131.3						
القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية	185.2						

الافتراضات:

يعتمد نموذجا التدفقات النقدية على افتراض أن الفوائض النقدية مدفوعة كتوزيعات أو معاد استثمارها في مشروعات يكون فيها صافي القيمة الحالية مساوياً للصفر (أي العائد على الاستثمارات يساوي تكلفة رأس المال). في الفصل السابق حددنا الفائض النقدي على أنه صافي التدفق النقدي بعد الأخذ بالحسبان التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية. في المثال التالي سوف نوضح تأثير الابتعاد عن ذلك الافتراض. وفيما يلي بيانات المثال:

- مشروع استثماري مع عمر متوقع بسنة واحدة.
- لا يوجد نفقات نقدية أولية.
- المشروع الاستثماري ممول بالكامل من قبل الملاك، أي FCFF = FCFE.
- التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF في نهاية سنة التنبؤ الأولى: 1,000.
- التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF (1,000) مدفوعة كتوزيعات، 500 في نهاية سنة التنبؤ الأولى والمبلغ المتبقي في سنة التنبؤ الثانية.
- الفائض النقدي بعد سنة التنبؤ الأولى: 500.
- تكلفة رأس المال: 10%.

بالاعتماد على المعطيات السابقة، فإن قيمة المشروع الاستثماري 909,1 وذلك بالاعتماد على نموذج التدفقات النقدية المخصومة:

$$909.1 = 1.1 / 1,000$$

وإذا افترضنا بأن الفائض النقدي بعد سنة التنبؤ الأولى والبالغ 500 قد أعيد استثماره بمعدل عائد يساوي تكلفة رأس المال 10%، فإن تقدير القيمة وفقاً

لنموذج خصم التوزيعات سوف يتطابق مع تقدير القيمة وفقاً لنموذج التدفقات النقدية المخصومة:

$$(500 / 1.1) + (550 / (1.1)^2) = 909.1$$

بناءً عليه، يجب قبول الاستثمار في حال كانت تكاليفه أقل من 909.1.

الآن إذا افترضنا بأن الفائض النقدي قد أعيد استثماره بعائد 5% فقط، في حين أن تكلفة رأس المال تبقى كما هي 10%. في هذه الحالة فإن تقدير القيمة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات تبلغ 888.4 والتي تختلف عن تقدير القيمة بالاعتماد على نموذج التدفقات النقدية المخصومة:

$$(500 / 1.1) + (525 / (1.1)^2) = 888.4$$

يبين المثال السابق بأنه إذا أعيد استثمار الفائض النقدي بمعدل (في المثال: 5%) مختلف عن تكلفة رأس المال (في المثال: 10%)، فإن نموذج التدفقات النقدية المخصومة سوف يؤدي إلى تقدير متحيز للقيمة. حيث أن نموذج التدفقات النقدية المخصومة في هذا المثال يؤدي إلى مبالغة في تقدير قيمة المشروع وذلك لأن معدل العائد على الفائض النقدي المعاد استثماره أقل من تكلفة رأس المال.

إن البيانات المالية التقديرية المعدة في الفصل السابق والتي تم تلخيصها في الجدول رقم 8-1 تفترض بأن الفائض النقدي مدفوع كتوزيعات. وهذا ما يفسر بأن تقدير القيمة في الأمثلة السابقة وفقاً لنموذجي التدفقات النقدية يتطابق مع تقدير القيمة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات.

على الرغم من أن نموذجي التدفقات النقدية المخصومة من نماذج التقييم البسيطة نسبياً إلا أن توفير المدخلات اللازمة لتطبيقها يحتاج لكثير من الوقت. بالإضافة إلى ذلك، فإن نماذج التدفقات النقدية المخصومة لا تقدم أي تفسير لاختلاف تقدير القيمة عن القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

3) أسلوب العائد الزائد Excess return approach

إن أساليب العائد الزائد مثل نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ونموذج الدخل المتبقي (RI) قد اكتسبت اهتماماً متزايداً في السنوات الأخيرة. يعتمد النموذجان على البيانات المحاسبية المعدة على أساس الاستحقاق وفي ذلك تتعارض مع نموذج خصم التوزيعات ونماذج التدفقات النقدية المخصومة التي تعتمد على بيانات التدفق النقدي. وعلى الرغم من هذا الاختلاف بين أساليب التقييم إلا أنها متكافئة من الناحية النظرية. ويمكن أن يقسم أسلوب العائد الزائد إلى نموذجين. النموذج الأول: نموذج القيمة الاقتصادية المضافة الذي يقدر قيمة المشروع، بينما النموذج الثاني: نموذج الدخل المتبقي الذي يقدر قيمة حقوق الملكية.

نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (Economic value added (EVA model

وفقاً لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة فإن قيمة الشركة تتمثل برأس المال المستثمر الأولي (القيمة الدفترية لحقوق الملكية + صافي الديون بفوائد) مضافاً له القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المستقبلية.

$$\mathbf{P_0 = IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} [EVA_t / (1+ WACC)_t]}$$

حيث:

P_0: قيمة المشروع.

IC_0: رأس المال المستثمر الأولي.

EVA_t: القيمة الاقتصادية المضافة في الفترة t.

القيمة الاقتصادية المضافة في الفترة t (EVA_t) =

صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT) – (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال * رأس المال المستثمر في الفترة t-1).

يستخدم نموذج القيمة الاقتصادية المضافة رأس المال المستثمر الأولي (t=o) كنقطة انطلاق في عملية التقييم. ثم يضاف له القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المستقبلية، والناتج يمثل قيمة المشروع. بناءً عليه، فإن قيمة الشركة تتأثر بشكل ايجابي بارتفاع القيم الاقتصادية المضافة المستقبلية من جهة، وبانخفاض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC من جهة أخرى.

كما أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يمكن أن يكون محدداً أيضاً كنموذج ذي خطوتين:

$$P0 = IC0 + \sum_{t=1}^{n} [EVAt / (1+WACC)t] + [EVAn+1/(WACC - g)] * [1/(1+ WACC)n]$$

إن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة ذو الخطوتين يتألف من ثلاثة عناصر: رأس المال المستثمر من السنة المالية الماضية، والقيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة في فترة التنبؤ، والقيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة في الفترة النهائية. ولابد من الإشارة إلى أنه عند استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة فإنه من الضروري اقتطاع القيمة السوقية للديون بفائدة من قيمة المشروع وذلك للحصول على القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية.

بناءً على المثال الرقمي الملخص في الجدولين 8-1 & 8-2، سوف نبين كيفية حساب قيمة الشركة وذلك باستخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA (الجدول رقم 8-6).

من خلال الجدول، نلاحظ بأن رأس المال المستثمر الأولي 121.2، في حين بلغت القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة في فترة التنبؤ 36.7، بينما بلغت

القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة في الفترة النهائية 87.8 وقد حسبت كالآتي:

$$87.8 = 0.622 * [(0.02 - 0.08221) / 8.78]$$

الجدول رقم 8-6: نموذج القيمة الاقتصادية المضافة

نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	**1**	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	17.2	18.1	19	19.9	20.9	21.4	21.8
رأس المال المستثمر في بداية الفترة	121.6	127.6	134	140.7	147.7	155.1	158.2
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC	%8.256	%8.25	%8.243	%8.237	%8.229	%8.221	%8.221
تكلفة رأس المال	10	10.5	11	11.6	12.2	12.8	13
القيمة الاقتصادية المضافة EVA	7.2	7.6	7.9	8.4	8.8	8.6	8.8
معامل الخصم	0.924	0.853	0.788	0.728	0.673	0.622	
القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة	6.6	6.5	6.3	6.1	5.9	5.4	
رأس المال المستثمر في بداية الفترة	121.6						
القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة في فترة التنبؤ	36.7						

القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة في الفترة النهائية	87.8						
القيمة المقدرة للمشروع	246						
صافي الديون بفائدة	(60.8)						
القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية	185.2						

في المثال السابق نلاحظ بأن القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة في الفترة النهائية تشكل 36% من القيمة المقدرة للمشروع والتي تقل عن القيمة في الفترة النهائية وفقاً لنماذج التدفقات النقدية. وهذا الاختلاف ناجم عن أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يستخدم رأس المال المستثمر كنقطة انطلاق. أي أن العوائد الزائدة فقط هي التي تضاف إلى رأس المال المستثمر. بالتالي إذا كانت العوائد الزائدة المستقبلية تساوي الصفر فإن القيمة النهائية ستكون مساوية للصفر أيضاً. علماً بأن العوائد الزائدة تساوي الصفر عندما يتساوى العائد على رأس المال المستثمر ROIC مع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC.

بناءً عليه، فإن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يتمتع بخاصية هامة تتمثل بأنه يبين وبوضوح متى تكون القيمة السوقية للشركة أدنى أو أعلى من القيمة الدفترية لرأس مالها المستثمر. إن القيمة السوقية المقدرة للشركة تكون أعلى من القيمة الدفترية لرأس مالها المستثمر عندما تكون القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المتوقعة ايجابية، وتكون أدنى إذا كانت القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المتوقعة سالبة. أما عندما يتساوى العائد على رأس المال المستثمر مع تكلفة رأس المال ففي هذه الحالة تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الدفترية لرأس المال المستثمر.

أخيراً، فإن تقدير القيمة وفقاً لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة يتماثل مع تقدير القيمة وفقاً لنموذج خصم التوزيعات ولنماذج التدفقات النقدية المخصومة.

The residual income (RI) model نموذج الدخل المتبقي

إن نموذج الدخل المتبقي يقيس قيمة الشركة من منظور حق الملكية كالآتي:

$$P_0 = BVE_0 + \sum_{t=1}^{\infty} [RI_t / (1+ r_e)^t]$$

حيث:

P_0: القيمة السوقية لحقوق الملكية.

BVE_0: القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

r_e: معدل العائد المطلوب على الملكية.

RI_t: الدخل المتبقي في الفترة t، ويحسب كالآتي:

الدخل المتبقي في الفترة t =

[(العائد على الملكية في الفترة t – معدل العائد المطلوب على الملكية) * القيمة الدفترية لحقوق الملكية في الفترة t-1].

إن الفرق بين نموذج القيمة الاقتصادية المضافة ونموذج الدخل المتبقي يتمثل بالمعاملات مع أصحاب الدين. حيث أن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يقيس القيمة من وجهة نظر كل من حقوق الملكية وأصحاب الدين (قيمة المشروع)، بينما نموذج الدخل المتبقي يقيس القيمة من منظور حقوق الملكية فقط.

كما أن نموذج الدخل المتبقي يمكن أن يحدد بخطوتين:

$$P_0=BVE_0 + \sum_{t=1}^{n} [RI_t / (1+r_e)^t] + [RI_{n+1} / (r_e - g)] * [1 / (1+ r_e)^n]$$

بناءً على المثال الرقمي الملخص في الجدولين 8-1 & 8-2، سوف نبين كيفية حساب قيمة الشركة وذلك باستخدام نموذج الدخل المتبقي RI (الجدول رقم 8-7).

إن القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية المعتمدة على نموذج الدخل المتبقي تتألف من ثلاثة عناصر: القيمة الدفترية لحقوق الملكية في السنة المالية الماضية (60.8)، والقيمة الحالية للدخل المتبقي في فترة التنبؤ (40.4)، والقيمة الحالية للدخل المتبقي في الفترة النهائية (84.1). وتحسب القيمة النهائية كالآتي:

الجدول رقم 8-7: نموذج الدخل المتبقي

نموذج الدخل المتبقي (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	1	2	3	4	5	6	7
الأرباح الصافية	13.6	14.3	15	15.7	16.5	16.7	17
حقوق الملكية في بداية الفترة	60.8	63.8	67	70.4	73.9	77.6	79.1
معدل العائد المطلوب على الملكية re	%8.996	%9	%9.004	%9.009	%9.014	%9.019	%9.019
تكلفة رأس المال	5.5	5.7	6	6.3	6.7	7	7.1
الدخل المتبقي RI	8.1	8.5	8.9	9.4	9.9	9.7	9.9
معامل الخصم	0.917	0.842	0.772	0.708	0.65	0.596	
القيمة الحالية للدخل المتبقي	7.4	7.2	6.9	6.6	6.4	5.8	
حقوق الملكية في بداية الفترة	60.8						
القيمة الحالية للدخل المتبقي في فترة التنبؤ	40.4						

القيمة الحالية للدخل المتبقي في الفترة النهائية	84.1						
القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية	185.2						

$$84.1 = 0.596 * [(0.02 - 0.09019) / 9.91]$$

وفقاً لنموذج الدخل المتبقي فإن القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية تكون أعلى من القيمة الدفترية فقط عندما تكون القيمة الحالية للدخول المتبقية المتوقعة ايجابية، أي عندما تتجاوز العوائد المستقبلية على الملكية تكلفة رأس المال (رأس المال المقدم من قبل الملاك). أما إذا كانت القيمة الحالية للدخول المتبقية المتوقعة سلبية، فإن القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية تكون أدنى من القيمة الدفترية. وتتساوى القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية مع القيمة الدفترية عندما تكون القيمة الحالية للدخول المتبقية المتوقعة مساوية للصفر.

أخيراً، نلاحظ اعتماد نموذجي القيمة الاقتصادية المضافة والدخل المتبقي على نفس البيانات المستخدمة في نموذج خصم التوزيعات ونماذج التدفقات النقدية المخصومة. وبالتالي، فإن توفير المدخلات اللازمة لتطبيقها يحتاج لكثير من الوقت. لكن تقديرات القيمة المولدة عن طريق نموذجي القيمة الاقتصادية المضافة والدخل المتبقي تبدو أسهل للفهم. فعند استخدام نموذج القيمة الاقتصادية المضافة أو نموذج الدخل المتبقي يصبح واضحاً بأن القيمة السوقية المقدرة تتجاوز القيمة الدفترية فقط عندما تتجاوز العوائد تكلفة رأس المال.

4) أسلوب القيمة الحالية المعدلة Adjusted present value approach

يعتبر أسلوب القيمة الحالية المعدلة كأسلوب بديل لنموذج التدفقات النقدية المخصومة – أسلوب قيمة المشروع، حيث يأخذ في الحسبان الوفر الضريبي

الناجم عن صافي الديون بفائدة. وفقاً لأسلوب القيمة الحالية المعدلة فإن قيمة الشركة تتمثل بمجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة وللوفورات الضريبية الناجمة عن الفوائد على صافي الديون بفائدة على التوالي. وبما أن تقييم الوفر الضريبي من الفوائد يتم بشكل منفصل لذلك لابد من استبعاد تأثير الوفر الضريبي من معامل الخصم. وبالتالي، لابد من استبدال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC المتضمن أثر الوفر الضريبي من الفوائد بمعدل العائد المطلوب على الأصول (r_a).

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} FCFF_t / (1+ r_a)^t + TS_t / (1+ r_a)^t$$

حيث:

P_0: قيمة المشروع.

TS_t: الوفر الضريبي الناجم عن صافي الديون بفائدة في الفترة الزمنية t.

r_a: معدل العائد المطلوب على الأصول.

إن الجانب الأول من أسلوب القيمة الحالية المعدلة يعبر عن قيمة الشركة بدون قيمة الوفر الضريبي من الديون أي قيمة العمليات التشغيلية للشركة. أما الجانب الثاني فإنه يضيف القيمة الحالية للمنافع الضريبية من صافي الديون بفائدة.

كما أن نموذج القيمة الحالية المعدلة يمكن أن يحدد بخطوتين:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} FCFF_t / (1+r_a)^t + [FCFF_{n+1} / (r_a - g)] * [1 / (1+ r_a)^n] +$$

$$\sum_{t=1}^{n} TS_t / (1+r_a)^t + [TS_{n+1} / (r_a - g)] * [1 / (1+ r_a)^n]$$

فيما يلي سنوضح كيفية تطبيق أسلوب القيمة الحالية المعدلة (الجدول رقم 8-8) في حساب قيمة الشركة وذلك باستخدام بيانات الجدولين 8-1 & 8-2.

الجدول رقم 8-8: أسلوب القيمة الحالية المعدلة

أسلوب القيمة الحالية المعدلة (يمكن أن تظهر أخطاء تقريب)	1	2	3	4	5	6	7
التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF	11.2	11.7	12.3	12.9	13.6	18.3	18.6
الوفر الضريبي من صافي الدين بفائدة	1.2	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
معدل العائد المطلوب على الأصول ra	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75	%8.75
معامل الخصم	0.92	0.846	0.778	0.715	0.657	0.605	
القيمة الحالية لـ FCFF	10.3	9.9	9.6	9.2	8.9	11	
القيمة الحالية للوفر الضريبي	1.1	1.1	1	1	1	0.9	
القيمة الحالية لـ FCFF في فترة التنبؤ	58.9						
القيمة الحالية لـ FCFF في الفترة النهائية	166.8						
القيمة السوقية المقدرة للعمليات التشغيلية (A)	225.7						
القيمة الحالية للوفر الضريبي في فترة التنبؤ	6.2						
القيمة الحالية للوفر الضريبي في الفترة النهائية	14.2						
القيمة السوقية المقدرة للوفر الضريبي (B)	20.3						
القيمة المقدرة للمشروع (B+A)	246						
صافي الدين بفائدة	(60.8)						
القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية	185.2						

نلاحظ من خلال الجدول السابق بأن تقدير القيمة يتألف من أربعة أجزاء. الجزء الأول يقيس القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF في فترة التنبؤ وقد بلغت 58.9. أما الجزء الثاني فهو يقيس القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF في الفترة النهائية وقد بلغت 166.8 كالآتي:

$$166.8 = 0.605 * [(0.02 - 0.0875) / 18.62]$$

إن مجموع الجزأين السابقين والبالغ 225.7 يشكل قيمة العمليات التشغيلية للشركة. أما الجزء الثالث فهو يقيس القيمة الحالية للوفر الضريبي في فترة التنبؤ، بينما الجزء الأخير يقيس القيمة الحالية للوفر الضريبي في الفترة النهائية:

$$14.2 = 0.605 * [(0.02 - 0.0875) / 1.58]$$

إن مجموع الجزأين الثالث والرابع يساوي 20.3 الذي يمثل القيمة الحالية للمنافع الضريبية من صافي الدين بفائدة. ووفقاً لأسلوب القيمة الحالية المعدلة فإن المنافع الضريبية من الاقتراض تشكل 8% (20.3 / 246) من القيمة المقدرة للمشروع.

أخيراً، فإن أسلوب القيمة الحالية المعدلة لا يختلف عن أسلوب التدفقات النقدية المخصومة إلا من ناحية قياس قيمة الوفر الضريبي بشكل منفصل. وباستثناء هذا الاختلاف، فإن أسلوب القيمة الحالية المعدلة يشترك بنفس الخصائص مع نموذج التدفقات النقدية المخصومة ويقوم على افتراض أن الفائض النقدي مدفوع كتوزيعات أو معاد استثماره في مشروعات فيها صافي القيمة الحالية مساوياً للصفر.

تقييم أساليب القيمة الحالية

إن كافة أساليب القيمة الحالية مشتقة من نموذج خصم التوزيعات وتفضي جميعها إلى تقديرات متماثلة للقيمة. وهناك عدد من الافتراضات الأساسية التي

يتوجب على المحلل أن يدركها حتى يضمن أن تعطي أساليب القيمة الحالية تقديرات متماثلة للقيمة. وهذه الافتراضات هي:

- إن عمليات التقييم يجب أن تعتمد على القوائم المالية التقديرية نفسها.
- أن يلتزم المحلل بالافتراضات الأساسية لكل أسلوب من أساليب القيمة الحالية.
- تكلفة رأس المال تعكس التركيبة المحددة لرأس المال.
- أن ينمو كل متغير في القوائم المالية التقديرية بنفس المعدل (معدل ثابت) خلال الفترة النهائية وذلك لضمان افتراض حالة الاستقرار.

أخيراً لابد من الإشارة إلى أن بعض الحالات قد تدفع المحلل إلى تفضيل نموذج تقييم على نموذج آخر. على سبيل المثال، ربما يجد المحللون أنه من المفيد أن يكون أسلوب التقييم واضحاً في تفسير الاختلاف بين القيمة المقدرة والقيمة الدفترية لحقوق الملكية. في مثل هذه الحالات فإن نموذج العائد الزائد هو الأفضل. بينما في حالات آخر قد يرى المحلل أنه من المفيد أن يقيس أسلوب التقييم تأثير المنافع الضريبية على قيمة الشركة بشكل منفصل، في هذه الحالات فإن نموذج القيمة الحالية المعدلة هو النموذج الأفضل.

رابعاً_ أسلوب التقييم النسبي (المضاعفات) The relative valuation approach (multiples)

يعتبر هذا الأسلوب في التقييم من أكثر الأساليب انتشاراً بين الممارسين. ويعزى ذلك إلى الانخفاض الواضح في درجة التعقيد من جهة وسرعة تنفيذ التقييم من جهة أخرى. لكن التقييم الشامل بالاعتماد على أسلوب المضاعفات معقد ومستهلك للوقت. في هذا القسم سوف نناقش بعض المضاعفات الأكثر تكراراً، كما سنبين أيضاً بأن المضاعفات يمكن أن تكون مشتقة من أسلوب القيمة

الحالية. وهذا يعني بأن المضاعفات تفضي إلى تقديرات للقيمة متماثلة مع التقديرات المعتمدة على أساليب القيمة الحالية.

كيفية تطبيق المضاعفات لأغراض التقييم:

أسلوب المضاعفات يعتمد على التسعير النسبي لأرباح الشركات المتماثلة مع الشركة محل التقييم. والأمثلة التالية توضح الأساليب المختلفة لاستخدام المضاعفات لأغراض التقييم.

مثال1: استخدام مضاعفات من الشركات المثيلة

هنا سوف نفترض بأن المحلل سيقوم بتقييم شركة عامة التداول. وإذا افترضنا بأن قيمة المشروع بالاعتماد على سعر السوق الحالي تبلغ 120، والأرباح قبل الفائدة والضريبة EBIT المتوقعة للسنة القادمة تبلغ 10. بناءً عليه، فإن مضاعف الربحية للشركة (قيمة المشروع / الأرباح قبل الفائدة والضريبة) يبلغ 12. وفي سبيل تقييم القيمة السوقية الحالية، فإننا نفترض بأن المحلل قد بحث عن خمس شركات تعمل في نفس القطاع الذي تعمل به الشركة محل التقييم. أما بالنسبة لمضاعف الربحية لتلك الشركات فقد كان كالآتي:

الشركات	مضاعف الربحية (EV/EBIT)
الشركة 1	7
الشركة 2	12
الشركة 3	8
الشركة 4	9
الشركة 5	6
المتوسط	**8.4**
الوسيط	**8**

كما نلاحظ من الجدول السابق، فإن المتوسط والوسيط لمضاعف الربحية قد بلغا 8.4 & 8 على التوالي، وهما أدنى بكثير من 12. وبالتالي، فإن المقارنة تبين بأن الشركة محل التقييم هي بالمتوسط أعلى بـ 50% تقريباً من الشركات محل المقارنة. وهذا يشير إلى أن الشركة محل التقييم إما مغالى في تقييمها بالنسبة للشركات محل المقارنة أو أن إمكانية نجاحها وتقدمها في المستقبل أفضل إذا ما قورنت مع الشركات الأخرى التي تعمل في نفس القطاع.

مثال2: اختبار التقييم

لنفترض بأن المحلل قد قرر إجراء تقييم بالاعتماد على أسلوب التدفقات النقدية المخصومة. وبناءً على توقعات المحلل للتدفقات النقدية المستقبلية فقد بلغت قيمة المشروع 100، بينما مضاعف الربحية يصبح 10. والآن فإن المقارنة مع الشركات المثيلة تبين بأن الشركة بالمتوسط أعلى قيمة بـ 25% (وسيط مضاعف الربحية = 8). بناءً عليه، فإما أن يكون المحلل متفائلاً جداً بتوقعاته للتدفقات النقدية المستقبلية مما يؤدي إلى تقييم مبالغ فيه، أو أن الشركة محل التقييم لديها إمكانية أفضل للنجاح والتقدم في المستقبل إذا ما قورنت مع الشركات الأخرى التي تعمل في نفس القطاع.

مثال3: تقييم الشركات خاصة التداول

إذا افترضنا بأن شركة خاصة التداول ترغب بإدراج أسهمها في البورصة. وإذا علمنا بأن الشركة تتوقع أن تبلغ أرباحها قبل الفائدة والضريبة EBIT في السنة القادمة 50. الآن ولكي نستنتج القيمة السوقية المقدرة عندما تدرج الشركة في سوق الأوراق المالية، فإن الإدارة سوف تستخدم المضاعفات من الشركات المثيلة. بالاعتماد على مضاعفات الربحية من الشركات المثيلة المبينة في المثال 1 سنقوم باحتساب قيمة المشروع المتوقعة كالآتي:

	مضاعف الربحية في الشركات المثيلة	الربح المتوقع قبل الفائدة والضريبة EBIT	القيمة المتوقعة للمشروع
المتوسط	8.4	50	420
الوسيط	8	50	400
الأدنى	6	50	300
الأعلى	12	50	600

اعتماداً على قيم المتوسط والوسيط لمضاعف الربحية للشركات المثيلة، فإن القيمة تتراوح بين 400 (8 * 50) و 420 (8.4 * 50). أما إذا تم الاعتماد على مضاعف الربحية الأدنى ضمن الشركات المثيلة، فإن القيمة ستبلغ 300 (6 * 50)، بينما لو تم تبني مضاعف الربحية الأعلى فإن القيمة ستبلغ 600 (12 * 50).

توضح الأمثلة الثلاثة السابقة الأساليب المختلفة لاستخدام المضاعفات في عملية التقييم. وقد استخدمنا في هذه الأمثلة مضاعف الربحية EV/EBIT، لكن هناك عدد كبير من المضاعفات التي يمكن أن يستخدمها المحللون. وتقسم المضاعفات إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تستخدم لأغراض تقدير قيمة المشروع ومنها على سبيل المثال EV/EBIT & EV/EBITDA، أما المجموعة الثانية من المضاعفات فتستخدم لتقدير قيمة حقوق الملكية وتتضمن على سبيل المثال مضاعف القيمة السوقية لحقوق الملكية على قيمتها الدفترية M/B.

يعتمد أسلوب المضاعفات على افتراض رئيسي يتمثل بإمكانية المقارنة فعلياً وبشكل دقيق بين الشركات محل المقارنة، أي أن لهذه الشركات نفس الميزات والخصائص الاقتصادية. بالإضافة إلى ذلك، فإن الأرقام المحاسبية يجب أن تعتمد على نفس السياسات المحاسبية ولابد من استبعاد تأثير البنود الاستثنائية.

اشتقاق المضاعفات

في هذا القسم سوف نبحث في كيفية ارتباط المضاعفات بأسلوب القيمة الحالية وذلك للوصول لفهم أعمق لمسببات القيمة الأساسية التي تؤثر في المضاعفات. وتكمن أهمية هذه المعلومات عند اختيار الشركات القابلة للمقارنة مع الشركة محل التقييم. والصندوق التالي يتضمن عدداً من المضاعفات المشتقة من أساليب القيمة الحالية.

المعادلة بين أسلوب القيمة الحالية والمضاعفات

يقسم أسلوب التقييم النسبي (المضاعفات) إلى مجموعتين: الأولى تستخدم في تقدير قيمة المشروع والأخرى لتقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية. فيما يلي عدد من المضاعفات المشتقة من نموذج التدفقات النقدية المخصومة لتقدير قيمة المشروع EV. بعد ذلك سوف نستخلص عدداً من المضاعفات من نموذج خصم التوزيعات لتقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية.

أولاً_ مضاعفات تقدير قيمة المشروع:

بافتراض معدل نمو ثابت، يمكننا التعبير عن التدفقات النقدية المخصومة كالآتي:

EV = FCFF / (WACC – g)

باستبدال FCFF بـ NOPAT*(1–RER)، نحصل على التعبير التالي:

EV = NOPAT * (1–RER) / (WACC – g)

حيث RER: معدل إعادة الاستثمار وهو يمثل جزء من صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT معاد استثماره، ويحسب كالآتي:

(التغير في صافي رأس المال العامل + التغير في الأصول غير المتداولة) / صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة.

والآن إذا استبدلنا NOPAT بـ ROIC * IC، فإننا نحصل على مضاعف

:(EV/IC)

$$EV/IC = ROIC * (1-RER) / (WACC - g)$$

$$EV/IC = (ROIC - g) / (WACC - g)$$

وإذا ضربنا الطرفين في التعبير السابق بمقلوب العائد على رأس المال المستثمر، نحصل على مضاعف (EV/NOPAT):

$$EV/NOPAT = [(ROIC - g) / (WACC - g)] * (1/ROIC)$$

والآن إذا استبدلنا NOPAT بـ (1-T) * EBIT، فنحصل على مضاعف :(EV/EBIT)

$$EV/EBIT = [(ROIC - g) / (WACC - g)] * (1/ROIC) * (1-T)$$

حيث T: معدل الضريبة.

إذا استبدلنا EBIT بـ (1-DR) * EBITDA، فإننا نحصل على مضاعف :(EV/EBITDA)

$$EV/EBITDA = [(ROIC-g) / (WACC - g)] * (1/ROIC) * (1-T) * (1-DR)$$

حيث DR: نسبة الاستهلاك ويحسب كالآتي:

نسبة الاستهلاك DR = الاستهلاك / الربح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء

أخيراً، إذا ضربنا طرفي التعبير السابق بـ (EBITDA/R)، فنحصل على مضاعف (EV/R):

$$EV/R = [(ROIC-g) / (WACC - g)]*(1/ROIC)*(1-T)*(1-DR)*(EBITDA/R)$$

حيث R: الإيراد.

ثانياً_ مضاعفات تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية:

بافتراض معدل نمو ثابت، يمكن التعبير عن نموذج خصم التوزيعات كالآتي:

$$MVE = D / (r_e - g)$$

حيث:

MVE: القيمة السوقية لحقوق الملكية.

D: التوزيعات.

r_e: معدل العائد المطلوب على الملكية.

وباستبدال التوزيعات بـ E * PR:

$$MVE = (E * PR) / (r_e - g)$$

حيث:

E: الأرباح الصافية.

PR: نسبة التوزيعات.

وباستبدال الأرباح الصافية E بـ ROE * BVE:

$$MVE = (ROE * BVE * PR) / (r_e - g)$$

حيث:

ROE: العائد على حقوق الملكية.

BVE: القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

والآن إذا استبدلنا PR بـ (1−RR)، فنحصل على مضاعف M/B:

$$MVE/BVE = [ROE * (1 - RR)] / (r_e - g)$$

$$MVE/BVE = (ROE - g) / (r_e - g)$$

حيث:

RR: معدل الأرباح المحتجزة.

والآن إذا ضربنا التعبير السابق بمقلوب العائد على الملكية، فإننا نحصل على

مضاعف P/E:

$$P/E = [(ROE - g) / (r_e - g)] * (1 / ROE)$$

بناءً على العلاقات الرياضية المبينة في الصندوق السابق، نلاحظ بأن هناك عوامل عديدة تؤثر في المضاعفات، والجدول رقم 8-9 يتضمن ملخص لتلك العوامل. ومن المفيد التعرف على تلك العوامل حيث تساعد المحلل في معرفة المتطلبات الأساسية عند استخدام المضاعفات المختلفة. فعلى سبيل المثال، فإن التقييم بالاعتماد على مضاعفات تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية يتطلب أن تتماثل الشركات محل المقارنة من حيث معدلات النمو المتوقعة وتكلفة رأس المال والربحية. بالإضافة إلى ذلك، فإن المحلل قد يواجه متطلبات إضافية عند استخدام مضاعفات تقدير قيمة المشروع. فعند الاعتماد على مضاعف EV/EBIT فإن ذلك يتطلب تماثل الشركات محل المقارنة من حيث معدل الضريبة المتوقع. كذلك التقييم المعتمد على مضاعف EV/EBITDA يتطلب التماثل أيضاً بين الشركات محل المقارنة من حيث معدل الاستهلاك المتوقع. وعلى الرغم من أن كثافة رأس المال تميل لتكون متماثلة ضمن القطاع الواحد إلا أنه لا يزال هناك اختلافات ناجمة عن التباين في الاستراتيجيات المتبناة من قبل الشركات. فقد تتبنى شركة استراتيجية التوريد الداخلي لمنتجاتها (التصنيع)، بينما قد تتبنى شركة أخرى استراتيجية التوريد الخارجي. هذا الاختلاف ربما يؤثر في معدل الاستهلاك ويجعل المقارنة أكثر صعوبة. أخيراً، فإن التقييم الذي يستخدم مضاعف EV/R يتطلب التماثل بين الشركات محل المقارنة من حيث هامش EBITDA.

الجدول رقم 8-9: العوامل المؤثرة في المضاعفات

مضاعفات تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية						
P/E	ROE	r_e	g			
M/B	ROE	r_e	g			
مضاعفات تقدير قيمة المشروع						
EV/NOPAT	ROIC	WACC	g			
EV/EBIT	ROIC	WACC	g	TR		
EV/EBITDA	ROIC	WACC	g	TR	DR	
EV/Revenue	ROIC	WACC	g	TR	DR	EBITDA/R
EV/IC	ROIC	WACC	g			

إن المضاعفات المبينة في الصندوق السابق يمكن استخدامها للإجابة على التساؤل التالي: لماذا بعض الشركات تعمل عند مضاعف أدنى من مثيلاتها بينما شركات أخرى تعمل عند مضاعف أعلى بالمقارنة مع مثيلاتها؟ في المثال التالي سوف نوضح خصائص الشركات التي تعمل عند مضاعف منخفض وخصائص الشركات التي تعمل عند مضاعف عالي وذلك بالنسبة لمضاعف M/B & P/E على التوالي.

مثال4: إن الإيضاحات في هذا المثال تعتمد على شركات تشترك بالعديد من الخصائص. حيث أن تكلفة رأس المال نفسها 10% ومعدل النمو المتوقع إما 2% (g1) أو 4% (g2). بينما الاختلاف الوحيد يتمثل في الربحية المتوقعة، حيث أن العائد على الملكية ROE يتراوح من 5% بالنسبة للشركة A إلى 15% بالنسبة للشركة C.

البيان	الشركة A	الشركة B	الشركة C
العائد على الملكية ROE	%5	%10	%15
معدل العائد المطلوب على الملكية r_e	%10	%10	%10
معدل النمو المتوقع g1	%2	%2	%2
معدل النمو المتوقع g2	%4	%4	%4

فيما يلي قيم مضاعف M/B المحسوبة للشركات الثلاث بالاعتماد على العلاقة التالية:

MVE/BVE = (ROE – g) / (r_e – g)

مضاعف M/B	g1 = 2%	g2 = 4%
الشركة A	(%2−%10) / (%2−%5) = 0.38	(%4−%10) / (%4−%5) = 0.17
الشركة B	−%10) / (%2−%10) = (%2 1	−%10) / (%4−%10) = (%4 1
الشركة C	−%10) / (%2−%15) = (%2 1.63	−%10) / (%4−%15) = (%4 1.83

نلاحظ مما تقدم بأن العائد على الملكية بالنسبة للشركة A أدنى من تكلفة رأس المال وبالتالي فإن القيمة السوقية لحقوق الملكية أقل من قيمتها الدفترية. أما في الشركة B فإن العائد على الملكية يتساوى مع تكلفة رأس المال وبالتالي تتساوى القيمة السوقية لحقوق الملكية مع القيمة الدفترية. أخيراً، نلاحظ بأن القيمة السوقية لحقوق الملكية بالنسبة للشركة C أعلى من القيمة الدفترية وذلك لأن العائد على الملكية أعلى من تكلفة رأس المال. بناءً عليه، فإن العلاقة بين العائد على الملكية وتكلفة رأس المال تمثل العامل الحاسم في تحديد قيمة مضاعف M/B.

- مضاعف M/B < 1 عندما العائد على الملكية < معدل العائد المطلوب على الملكية.
- مضاعف M/B = 1 عندما العائد على الملكية = معدل العائد المطلوب على الملكية.
- مضاعف M/B > 1 عندما العائد على الملكية > معدل العائد المطلوب على الملكية.

كما أن المثال السابق يوضح بأن لا فائدة من النمو إلا إذا كان العائد على الملكية أعلى من تكلفة رأس المال. ففي الحالة التي كان فيها العائد على الملكية أدنى من تكلفة رأس المال، فإن مضاعف M/B قد انخفض من 0.38 إلى 0.17 عندما ازداد معدل النمو المتوقع من 2% إلى 4%. بينما من جهة أخرى، وفي الحالة الذي تجاوز فيها العائد على الملكية تكلفة رأس المال، فإن مضاعف M/B ارتفع من 1.63 إلى 1.83 وذلك عندما ازداد معدل النمو المتوقع من 2% إلى 4%.

أما الآن فسوف نحسب قيم مضاعف P/E للشركات الثلاث بالاعتماد على العلاقة التالية:

$$P/E = [(ROE - g) / (r_e - g)] * (1 / ROE)$$

مضاعف P/E	g1 = 2%	g2 = 4%
الشركة A	7.5	3.3
الشركة B	10	10
الشركة C	10.8	12.2

نلاحظ مما سبق بأنه في الشركة B تتساوى تكلفة رأس المال مع العائد على الملكية وبالتالي فإن قيمة مضاعف P/E تبلغ 10 والتي تمثل مقلوب تكلفة رأس المال (1 / تكلفة رأس المال)، ويشار إليها على أنها النسبة القياسية لـ P/E. أما الشركة A، فإن العائد لديها أقل من تكلفة رأس المال وبالتالي فإنها تعمل تحت النسبة القياسية. بينما الشركة C، فإن العائد لديها أعلى من تكلفة رأس المال وبالتالي فإنها تعمل فوق النسبة القياسية.

كذلك فإن المثال السابق يوضح بأن النمو لا يضيف قيمة إلا إذا كان العائد أعلى من تكلفة رأس المال. وبالتالي، فقط الشركة C ازداد فيها مضاعف P/E عندما ازداد معدل النمو.

بالعودة إلى المثال رقم 3، فقد قمنا بتقدير قيمة شركة خاصة التداول بالاعتماد على مضاعفات من الشركات المثيلة للشركة محل التقييم. وقد تراوحت القيمة المقدرة بين 300 & 600. وبشكل واضح فإن هذا المجال واسع ولابد من تقليصه. لو أننا قمنا بمقارنة مسببات القيمة الأساسية للشركة مع الشركات المثيلة والقريبة منها كان ذلك سيساعد في تخفيض مجال القيمة. والآن إذا افترضنا بأن مسببات القيمة الأساسية للشركة محل التقييم قريبة من الشركتين المثيلتين 3 & 4، فإنه يبدو معقولاً استخدام مضاعف EV/EBIT من تلك الشركتين. وبما أن

مضاعفات EV/EBIT من الشركتين 3 & 4 تبلغ 8 & 9 على التوالي، فإن ذلك يفضي إلى قيمة للمشروع تتراوح بين 400 & 500 (على افتراض أن EBIT المتوقع يبلغ 50 كما هو في المثال).

الاختلافات المحاسبية:

إن التقييم بالاعتماد على المضاعفات يقوم على مقارنة الأرقام المحاسبية بين الشركات، لذلك يتوجب على المحلل التأكد من أن الأرقام المحاسبية للشركات محل المقارنة معدة بالاعتماد على نفس المبادئ المحاسبية. وفي حال عدم توافر الشرط السابق، فلا يمكننا الاعتماد على نتائج عملية التقييم. حالياً، هناك العديد من البلدان التي تبنت المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS، وهذا يشير إلى زيادة التوافق والانسجام في المبادئ المحاسبية بين الدول مما قد يؤدي إلى التخفيف من حدة المشكلة (الاختلافات المحاسبية). لكن لابد من الإشارة إلى أن المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS متبناة بشكل رئيسي من قبل الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، بينما الشركات خاصة التداول تميل لاستخدام المبادئ المحاسبية المحلية. وبما أن هناك اختلاف بين المبادئ المحاسبية المحلية و المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، فإن هذا الاختلاف يجعل عملية التقييم أكثر صعوبة بالنسبة للشركات خاصة التداول. بالإضافة إلى ذلك، هناك درجة من المرونة حتى ضمن المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS. فعلى سبيل المثال، فإن المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية تعتمد بشكل متزايد على المعايير المحاسبية التي تستلزم استخدام اجتهادات وتقديرات الإدارة وخاصة مع زيادة استخدام القيمة العادلة كأساس للقياس. وبالتالي، حتى ولو كانت كافة الشركات محل المقارنة تستخدم المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، فإن أرقامها المحاسبية (البيانات المالية) تحتاج للتدقيق والدراسة لتحديد الاختلافات المحاسبية فيما بينها وذلك قبل استخدامها لأغراض التقييم.

لابد من الإشارة إلى أن هناك بنود استثنائية أو مؤقتة بطبيعتها كمكاسب وخسائر استبعاد الأصول ونفقات إعادة الهيكلة. بالنسبة لهذه البنود نوصي باستبعادها من الأرقام المحاسبية المستخدمة لأغراض التقييم. باستبعاد تأثير البنود الاستثنائية، فإن عملية التقييم ستعتمد فقط على البنود الدائمة التي تعكس القدرة على تحقيق الأرباح بشكل أفضل من البنود الاستثنائية.

بالعودة إلى المثال رقم 3، فإن الشركة محل التقييم خاصة التداول وقد تم تقييمها بما ينسجم مع المعايير المحاسبية المحلية. بينما الشركات المثيلة محل المقارنة تتبنى المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS. إن المقارنة بين هاتين الممارستين المحاسبيتين تكشف عن اختلافين رئيسيين:

1) وفقاً للمعايير المحلية، يعترف بالشهرة ويتم إطفائها خلال 10 سنوات، أما وفقاً للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، فإن الشهرة تخضع لاختبار انخفاض القيمة سنوياً. لقد تم إطفاء الشهرة في الشركة محل التقييم بمبلغ 20 في سنة التنبؤ الأولى. أما اختبارات انخفاض القيمة المنفذة في الشركات المثيلة فقد بينت عدم الحاجة للاعتراف بخسائر انخفاض القيمة بالنسبة لبند الشهرة.

2) وفقاً للمعايير المحلية، يتم الاعتراف وبشكل مباشر بالقيمة العادلة للكفالات بتاريخ المنح بحساب حقوق الملكية خلال فترة المنح. أما وفقاً للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، فإن القيمة العادلة للكفالات بتاريخ المنح يتم الاعتراف بها كمصروف في بيان الدخل خلال فترة المنح. وقد اعترفت الشركة محل التقييم (الشركة خاصة التداول) بمبلغ 5 في حساب حقوق الملكية في سنة التنبؤ الأولى.

لكي نقوم بعملية المقارنة بين الأرقام المحاسبية في الشركة محل التقييم من جهة والشركات المثيلة من جهة أخرى، نحن سوف نعدل الأرقام المحاسبية للشركة

محل التقييم (الشركة خاصة التداول) لتصبح منسجمة مع المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS.

الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT وفقاً للمعايير المحلية	50
يضاف: إطفاء الشهرة	20
يطرح: القيمة العادلة للكفالات بتاريخ المنح	(5)
الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT وفقاً للمعايير الدولية IFRS	65

بناءً على التعديلات السابقة يصبح EBIT 65 بدلاً من 50 مما يؤدي إلى تعديل تقدير القيمة ليصبح 520 – 585 وذلك باستخدام مضاعف EV/EBIT من الشركتين 3&4. وبالتالي، نلاحظ أنه من الضروري تسوية الاختلافات المحاسبية عند استخدام الأرقام المحاسبية لأغراض التقييم.

اعتبارات إضافية:

هناك بعض الاعتبارات الإضافية التي لابد من أخذها في الحسبان عند تقييم الشركات باستخدام المضاعفات، وهذه الاعتبارات تتضمن:

1) تسوية الأرباح.
2) استخدام الأرباح الحالية مقابل الأرباح المتوقعة.
3) قياس المتوسطات.

1) تسوية الأرباح

في بعض الحالات فإن أرباح الشركات خاصة التداول قد لا تعكس الأرباح الحقيقية للشركة نتيجة التحيز في احتساب تلك الأرباح. فعلى سبيل المثال، عندما يقوم المالك بمهام الرئيس التنفيذي ويحصل على راتب يختلف عن الرواتب المعمول به في السوق أو عندما تدفع الشركة مقابل خدمات لا تعود بالمنافع

على الشركة. لذلك فإنه من المهم تعديل الأرباح المستخدمة لأغراض التقييم حتى نتمكن من الوصول إلى القيمة الحقيقية المحتملة للشركة.

2) استخدام الأرباح الحالية مقابل الأرباح المتوقعة

يجب على المحللين الاختيار بين الأرباح الحالية (الأرباح المتراكمة خلال الأربعة أرباع الماضية) أو الأرباح المتوقعة عند استخدام أسلوب المضاعفات. طالما أن الأرباح الحالية تخبرنا عن الأداء في الماضي، فإنه ليس من الضروري أن تكون مؤشر جيد عن الأداء المستقبلي، لذلك نوصي باستخدام الأرباح المتوقعة. وهذه التوصية مدعومة بالأبحاث والدراسات. فعلى سبيل المثال، فإن (Liu et al, 2002) وجد بأن المضاعفات المعتمدة على الأرباح المتوقعة تفضي إلى تقديرات قيمة أكثر دقة من تلك المعتمدة على الأرباح الحالية.

3) قياس المتوسطات

طالما أن عينة الشركات محل المقارنة محددة بشركات ذات خصائص متشابهة، لذلك غالباً ما يحسب متوسط المضاعفات لتلك الشركات. وهنا لابد من التساؤل فيما إذا كان المتوسط يجب أن يعتمد على المتوسط أو المتوسط المرجح بالقيمة أو المتوسط التوافقي أو الوسيط. والاختلاف بين هذه المتوسطات مبين في المثال التالي:

المثال:

الشركات المثيلة	الوزن النسبي لقيمة الشركة	المضاعف
الشركة1	0.10	55
الشركة2	0.20	10
الشركة3	0.30	9
الشركة4	0.15	20
الشركة5	0.15	14

الشركة6	0.10	8
المتوسط	**19.3**	
الوسيط	**12**	
المتوسط المرجح بالقيمة	**16.1**	
المتوسط التوافقي	**12.6**	

بالنسبة للمتوسط فهو الوسطي البسيط لمضاعفات الشركات الست. أما الوسيط فهو يشكل القيمة الوسطى للمضاعفات بعد ترتيبها تصاعدياً. أما المتوسط المرجح بالقيمة فهو يمثل متوسط المضاعفات بعد الأخذ بعين الاعتبار الوزن النسبي لقيمة كل شركة من الشركات المثيلة محل المقارنة. أما المتوسط التوافقي فيحسب كالآتي:

$$HM = n / \sum_{i=1}^{n} (1/M_i) = 6 / [(1/55)+(1/10)+(1/9)+(1/20)+(1/14)+(1/8)] = 12.6$$

حيث:

Harmonic Mean HM: المتوسط التوافقي.

n: عدد الشركات المثيلة محل المقارنة.

M: المضاعف.

نلاحظ مما سبق بأن الوسيط والمتوسط التوافقي يتجنبان تأثير المضاعفات عالية القيمة. في المثال السابق، نجد بأن الشركة1 تعمل عند مضاعف 55 الذي يتحكم بتقدير المتوسط البسيط. وفي حال استبعاد مضاعف الشركة1 فإن متوسط المضاعفات للشركات المتبقية يصبح 12.2 وهو قريب من الوسيط والمتوسط التوافقي. ولابد من الإشارة إلى أن الدراسات والأبحاث تدعم بشكل عام استخدام المتوسط التوافقي.

تقييم الأسلوب النسبي (المضاعفات):

يبدو التقييم بالاعتماد على المضاعفات بسيط من الناحية الفنية وسهل التنفيذ. لكن التقييم بالاعتماد على المضاعفات مقيد بعدد من الافتراضات التي تعقد عملية التقييم وتجعلها أكثر استهلاكاً للوقت. وفي حال عدم التزام المحلل بتلك الافتراضات فإن أسلوب التقييم النسبي سوف يفضي إلى تقدير متحيز للقيمة. وعند التطبيق العملي لأسلوب المضاعفات، هناك ميل أو انحياز نحو عدم ضرورة الوفاء بكافة الافتراضات (على سبيل المثال، فإن التسويات نتيجة الاختلافات في السياسات المحاسبية تستهلك كثيراً من الوقت) مما ينجم عنه تقديرات متحيزة للقيمة. وعلى الرغم من تلك المساوئ إلا أن أسلوب المضاعفات يمتلك العديد من النقاط الايجابية. فأسلوب المضاعفات يعتمد على أسعار السوق التي تتضمن معلومات ملائمة عن القيمة (على افتراض أن السوق كفؤ). بالإضافة إلى ذلك، فإن المضاعف الذي يعبر عن نسبة السعر إلى الأرباح يعكس آراء المستثمرين ومدى استعداهم للدفع مقابل تلك الأرباح. بناءً عليه، فإن أسلوب المضاعفات يقدم معلومات مفيدة ومكملة للمعلومات التي يوفرها أسلوب القيمة الحالية الذي يعتمد وإلى درجة كبيرة على التوقعات الخاصة بالمحلل.

خامساً_ أسلوب التصفية The liquidation approach

القيمة عند التصفية تتمثل بالمبلغ المقدر الذي يمكن أن تباع به الشركة وذلك في حال تم بيع كافة أصولها وتسوية كافة التزاماتها. نموذجياً، فإن قيمة الشركة عند التصفية أقل من قيمتها كمشروع مستمر إذا كان القطاع المنتمية إليه الشركة معافى ومعدلات النمو فيه مرتفعة وجذابة. أما إذا كانت الشركة تعمل في قطاع مع توقعات سلبية وعوائد منخفضة، فإن قيمة الشركة عند التصفية ربما تتجاوز قيمتها كمشروع مستمر. وفي الحقيقة هناك نوعين لقيم التصفية، ويتوقف ذلك على الوقت المتاح لعملية التصفية:

1) قيمة التصفية المنتظمة: وهنا يفترض توافر الوقت اللازم لدى الملاك لبيع أصول الشركة وعبر أقنية مناسبة مما يؤدي إلى إتمام عملية البيع بأعلى سعر ممكن.
2) قيمة التصفية غير المنتظمة (جبرية): وهنا يفترض ضيق الوقت المتاح للتصفية مما يؤدي إلى عرض أصول الشركة للبيع بأسعار زهيدة جداً.

نظراً لطبيعة عملية البيع فإن قيمة التصفية المنتظمة تتجاوز قيمة التصفية غير المنتظمة. وإن الفرق بين القيمتين يمكن أن يكون جوهرياً، وهذا يتوقف على نوع الأصول وآلية البيع المختارة. وفيما يلي الخطوات المتبعة في سبيل تقدير قيمة التصفية:

	القيمة الدفترية لحقوق الملكية
+/-	الاختلاف بين قيمة التصفية والقيمة الدفترية للأصول
+/-	الاختلاف بين قيمة التصفية والقيمة الدفترية للالتزامات
+/-	قيمة التصفية للبنود خارج الميزانية
-	مصاريف التصفية
=	قيمة التصفية

تعتبر القيمة الدفترية لحقوق الملكية بمثابة نقطة الانطلاق من أجل تقدير قيمة التصفية. أما الخطوة التالية فإنها تتمثل بتعديل قيمة الأصول المعترف بها. ويتوقف تعديل القيمة الدفترية للأصول على عدد من العوامل:

- الأساس المستخدم في القياس.
- الاستخدامات البديلة للأصول.
- مستوى الصيانة والمحافظة على الأصول.
- عدد المشتريين المحتملين.

- الوقت المتاح لإتمام عملية البيع.

فيما يتعلق بالخطوة الثالثة والمتمثلة بتعديل الالتزامات المعترف بها، فإن تعديل القيمة الدفترية للالتزامات يعتمد على العوامل التالية:

- الأساس المستخدم في القياس.
- ميعاد استحقاق الالتزامات.
- الوقت المتاح لعملية البيع.
- إمكانية الاتفاق مع المقرضين.

أما الخطوة الرابعة، فإنها تتضمن احتساب قيمة التصفية للبنود خارج الميزانية (البنود التي لا يعترف بها في الميزانية). ومن هذه البنود الدعاوى القانونية والمنازعات وضمانات القروض والتعهدات الرأسمالية المتفق على تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ الميزانية. أخيراً، لابد من تعديل قيمة التصفية بكامل النفقات التي تتطلبها عملية التصفية كأتعاب المحامين ومدققي الحسابات.

مثال:

يرغب ملاك الشركة X ببيع شركتهم، ونتيجة للنظرة المتشائمة حول مستقبل القطاع الذي تعمل ضمنه الشركة فقد قرروا تقدير قيمة المشروع بالاعتماد على أسلوب التصفية. وقد بلغت القيمة الدفترية لحقوق الملكية 100.

يعتقد الخبراء بأن قيمة التصفية للأصول يقل بـ 30 عن القيمة الدفترية لتلك الأصول. بالإضافة إلى ذلك، فإن تقييم الالتزامات المعترف بها في الميزانية يشير إلى أن القيمة الدفترية للالتزامات تقل عن قيمتها المقدرة عند التصفية بـ 15. كما أن الشركة قد رفعت دعوى قضائية على أحد المنافسين تطالبه بـ 50 كتعويض لانتهاكه براءة اختراع خاصة بالشركة. وبناءً على رأي محامي الشركة هناك احتمال 40% بأن يكون الحكم لصالح الشركة X. وبما أن الشركة لم تعترف بالمنافع المحتملة من الدعوى القضائية بالميزانية، لذلك فإن قيمة التصفية

سوف تتأثر إيجاباً بـ 20 (50 * 40%). أما بالنسبة لمصاريف التصفية المتضمنة أتعاب المحاميين وخبراء آخرين فقد قدرت بـ 10.

بناءً على ما سبق، فإن قيمة التصفية تبلغ 65، وفيما يلي ملخص لكيفية احتسابها:

القيمة الدفترية لحقوق الملكية	100
الاختلاف بين قيمة التصفية والقيمة الدفترية للأصول	(30)
الاختلاف بين قيمة التصفية والقيمة الدفترية للالتزامات	(15)
قيمة التصفية للبنود خارج الميزانية (الدعوى القضائية)	20
مصاريف التصفية	(10)
قيمة التصفية	**65**

تقييم أسلوب التصفية

يختلف أسلوب التصفية عن أسلوبي القيمة الحالية والمضاعفات. حيث وفقاً لأسلوب التصفية يتم تقييم الشركة كما لو كانت ستنسحب من قطاع الأعمال. وفي الحقيقة، فإن أسلوب التصفية يملك بعض الميزات يأتي في مقدمتها سهولة تطبيقه بالمقارنة مع الأساليب الأخرى، وسهولة إيصال تقدير القيمة للمستخدمين. بالإضافة إلى ذلك، فإن أسلوب التصفية يعطينا القيمة الأدنى للشركة، وبالتالي فإن هذه القيمة تعتبر كمرجع بالنسبة للملاك الذين سوف لن يقبلوا بسعر أدنى من قيمة التصفية.

أسئلة الفصل الثامن

1) ما هي الأساليب الممكن استخدامها في تقييم الشركات؟
2) ما هي خصائص أسلوب التقييم المثالي؟
3) ما هو النموذج السليم لتقييم الشركات من الناحية النظرية؟
4) لماذا تفضي نماذج القيمة الحالية إلى قيم متماثلة؟
5) ما هي المضاعفات كأسلوب لتقييم الشركات؟
6) ما هي الافتراضات الرئيسية الواجب التقييد بها في سبيل تطبيق أسلوب المضاعفات؟
7) ما هو السبب من وراء استخدام نموذج التصفية؟
8) حل المسألة التالية:

فيما يلي الجدول رقم 8-10 الذي يتضمن ملخصاً بالأرقام المالية الرئيسية للشركة X، بينما الجدول رقم 8-11 يتضمن المقاييس المختلفة لتكلفة رأس المال.

الجدول رقم 8-10: ملخص بالبيانات المالية الرئيسية للشركة X

ملخص بالبيانات المالية الرئيسية (ألف ليرة)	فترة التنبؤ				الفترة النهائية
	سنة1	سنة2	سنة3	سنة4	سنة5
نمو الإيراد	%5	%5	%4	%3	%3
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	5,799	6,337	6,848	7,648	7,877
رأس المال المستثمر باستثناء الأصول غير الملموسة، بداية الفترة	27,017	27,316	28,616	29,692	29,733
التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF	5,499	5,037	5,772	7,607	6,985

الوفر الضريبي من صافي الديون بفائدة	901	860	876	883	885
التوزيعات	488	3,364	3,541	5,027	5,848

الجدول رقم 8–11: المقاييس المختلفة لتكلفة رأس المال

تقدير تكلفة رأس المال	فترة التنبؤ				الفترة النهائية
	سنة1	**سنة2**	**سنة3**	**سنة4**	**سنة5**
الديون / الملكية	0.525	0.509	0.489	0.473	0.473
معدل العائد المطلوب على الأصول (ra)	%8	%8	%8	%8	%8
معدل العائد المطلوب على صافي الديون بفائدة (rd)	%5.25	%5.25	%5.25	%5.25	%5.25
معدل العائد المطلوب على الملكية (re)	%8.59	%8.52	%8.51	%8.49	%8.47
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)	%7.35	%7.40	%7.41	%7.42	%7.44

المطلوب:

تقدير قيمة الشركة X بالاعتماد على أساليب القيمة الحالية وذلك إذا علمت بأن:

- القيمة الدفترية لحصة الأقلية في بداية السنة1: 5,230 ألف ليرة.
- القيمة السوقية إلى الدفترية: 1.44.
- صافي الديون بفائدة في بداية السنة1: 51,478 ألف ليرة.

الفصل التاسع

تكلفة رأس المال

Cost of capital

أهداف الفصل

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- إدراك مدى أهمية تكلفة رأس المال للأغراض التحليلية المتضمنة قياس الأداء والقييم وتحليل الائتمان.
- قياس المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC).
- قياس معدل العائد المطلوب على الملكية.
- تطبيق تقنيات مختلفة لقياس مخاطر الملكية (مخاطر الاستثمار بالأسهم) المتضمنة المخاطر النظامية وعلاوة المخاطرة.
- الإدراك بأنه وعلى الرغم من التقنيات المتقدمة المتاحة لتقدير تكلفة رأس المال إلا أنه مازال يتطلب قدراً كبيراً من الاجتهادات.

تكلفة رأس المال

تعتبر تكلفة رأس المال من المفاهيم الرئيسية في التحليل المالي، كما يستخدم في حالات عديدة ومتنوعة. ففي الفصل الرابع (تحليل الربحية) استخدمنا تكلفة رأس المال كمعيار للأداء عند احتساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA، أي أنه لا يوجد قيمة مضافة إلا إذا تجاوز العائد تكلفة رأس المال. بينما في الفصل الثامن (التقييم) فقد تم استخدام تكلفة رأس المال كمعدل خصم عند احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية. أما في الفصل العاشر (تحليل الائتمان) سوف نتطرق لتكلفة رأس المال من وجهة نظر المقرض.

في سبيل تحقيق النجاح، يتوجب على الشركات أن تقر أو تقبل بالمخاطر. على سبيل المثال، فإن الشركات التي تعمل في مجال التكنولوجيا البيولوجية تنفق مبالغ ضخمة على البحث والتطوير أملاً منها بتطوير منتجات فعالة (مربحة). كذلك شركات الشحن تنفذ استثمارات ضخمة في المركبات وذلك على أمل بأن يكون هناك طلب على نقل البضائع عبر البلاد والقارات. وينطبق الأمر نفسه على شركات الألبسة التي تقوم بتصميم وطرح بضائعها في السوق وذلك انطلاقاً من ثقتها بأنه سيكون هناك طلب على ألبستها الجديدة. بناءً عليه، فإن المخاطر أمر لا مفر منه في بيئة الأعمال.

وبما أن مساهمي الشركة لديهم نفور من المخاطر، لذلك فإنهم يطالبون بتعويضهم عن تحمل المخاطر. على سبيل المثال، يتوقع المستثمرون والبنوك تعويضهم مقابل تمويل المشروعات الخطرة. بالتالي، فإن المساهمين بحاجة لترجمة المخاطر الأساسية لمشروع استثماري إلى مقياس يتمثل بتكلفة رأس المال. لكن في أفضل الأحوال هناك الكثير من التحديات التي تواجهنا عند تقدير تكلفة رأس المال. بالإضافة إلى ذلك، فقد لا يوافق المقرضون والمساهمون على معيار شائع لقياس تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى قيامهم بأنفسهم لقياس تكلفة

رأس المال. بناءً عليه، لابد من أن نأخذ بعين الاعتبار حالة عدم التأكد التي تكتنف عملية تقدير تكلفة رأس المال.

كما أنه من المهم أن يكون المحللون على إطلاع ودراية بالطرق المختلفة لقياس تكلفة رأس المال حيث يساعدهم ذلك في تطبيق الطريقة الملائمة لعملية التحليل.

ففي الفصل الثامن (التقييم) وعند تقييم الشركة فقد استخدمنا مقاييس تكلفة رأس المال التالية:

- معدل العائد المطلوب على الأصول (r_a).
- معدل العائد المطلوب على الملكية (r_e).
- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC).

عندما يطبق المحللون نموذج القيمة الحالية المعدلة فإنهم يستخدمون معدل العائد المطلوب على الأصول وذلك لخصم التدفقات النقدية الحرة للشركة FCFF والوفر الضريبي. أما عندما يستخدم المحللون نموذج التدفقات النقدية المخصومة DCF ونموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA فإن المحللين يستخدمون المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC لخصم التدفقات النقدية الحرة للشركة والقيمة الاقتصادية المضافة على التوالي. بينما عندما يطبق المحللون نموذج خصم التوزيعات ونموذج الدخل المتبقي فإنهم يستخدمون معدل العائد المطلوب على الملكية كمعدل للخصم.

وبما أن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC يتضمن بشكل مباشر أو غير مباشر معدلي العائد المطلوب على الملكية (r_e) وعلى الأصول (r_a)، لذلك فإننا سنكتفي في القسم التالي بالتركيز على تفسير وتقدير عناصر المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC.

أولاً_ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال هو المتوسط المرجح لمعدل العائد المطلوب من قبل كل فئة من فئات المستثمرين. وتتضمن الصيغة التالية للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال حقوق الملكية وصافي الديون بفائدة:

$$WACC = [NIBD / (NIBD + E)] * r_d * (1 - t) + [E / (NIBD + E)] * r_e$$

حيث:

NIBD: القيمة السوقية لصافي الديون بفائدة.

E: القيمة السوقية لحقوق الملكية.

r_d: معدل العائد المطلوب على صافي الديون بفائدة.

r_e: معدل العائد المطلوب على الملكية.

t: معدل الضريبة.

إنه من الممكن توسيع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ليتضمن أشكالاً أخرى من التمويل، على سبيل المثال، حصص الأقلية والأنماط الهجينة للتمويل مثل السندات القابلة للتحول إلى أسهم عادية. ويمكن تنفيذ ذلك ببساطة عن طريق إضافة مصادر التمويل الإضافية وأوزانها الخاصة إلى صيغة المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC. وسوف نناقش العناصر المكونة للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال في الجزء المتبقي من هذا الفصل. وسوف يتم التركيز على المناهج التي يمكن استخدامها في تقدير بنية رأس المال (حصة الدين والملكية) ومعدل العائد المطلوب على الملكية. وسوف نتطرق إلى تقدير معدل العائد المطلوب على الدين ولكن باختصار شديد وذلك لأن هذا الموضوع سيناقش بالتفصيل في الفصل العاشر (تحليل الائتمان).

بنية رأس المال:

تعكس القيم السوقية تكلفة الفرصة البديلة الحقيقية للمستثمرين (الملكية) والمقرضين (الدين). وبالتالي فإن بنية رأس المال يجب أن تعتمد على القيم السوقية. وهذا يتسبب في مشكلة نظراً لأن معظم الشركات كما ذكرنا سابقاً هي شركات خاصة التداول. وفي هذه الشركات، فإنه من الضروري تقدير القيمة السوقية لحقوق الملكية والدين بفائدة. كما أنه من النادر أن تقوم الشركات بالإفصاح عن بنية رأسمالها طويلة الأجل أي بنية رأس المال المستهدفة. وفي الحقيقة، هناك عدد متواضع من الشركات التي تمتلك سياسة واضحة فيما يتعلق بالبنية المستهدفة لرأسمالها. وهذا ما يوجب على المحللين الاعتماد على تقنيات بديلة في تقدير بنية رأس المال التي تعتمد على القيم السوقية وليس على القيم الدفترية.

وأحد الخيارات الممكن تطبيقها يتمثل ببنية رأس المال للشركات المثيلة القابلة للمقارنة. وهذا يتطلب البحث عن شركات مثيلة وقابلة للمقارنة فعلياً، إلا أن هذه المهمة صعبة في البلدان التي يكون فيها عدد الشركات المدرجة متواضعاً جداً. ولمعالجة هذه المشكلة يمكننا توسيع حجم العينة عن طريق الاعتماد على شركات مدرجة في أسواق مالية رئيسية أخرى مما يزيد من فرص الوصول إلى شركات قابلة للمقارنة. إلا أنه يتوجب على المحلل أن يكون على إطلاع ودراية بأية اختلافات يمكن أن تؤثر في نسبة الدين إلى الملكية في البلد المعني. وإن الجدول رقم 9–1 يتضمن بنية رأس المال لقطاعات مختارة (البيانات معتمدة على الشركات الأوروبية عامة التداول).

الجدول رقم 9-1: حصة الدين والملكية ضمن القطاعات المختارة

القطاع	عدد الشركات	E / (NIBD + E)	NIBD/(NIBD+ E)
التأمين	87	%98.8	%1.2
الخدمات التعليمية	39	%98.66	%1.34
الانترنت	266	%98.2	%1.8
الأحذية	20	%97.44	%2.56
التجارة الالكترونية	56	%96.74	%3.26
برمجيات الحاسوب	376	%96.68	%3.32
الإنشاءات الثقيلة	12	%96.53	%3.47
البنوك	8	%94.42	%5.58
إعادة التأمين	11	%93.94	%6.06
المعادن الثمينة	84	%93.29	%6.71
النقل الجوي	**49**	**%67.5**	**%32.5**
تجار الجملة للمنتجات الغذائية	19	%67.43	%32.57
شاحنات النقل	32	%67.43	%32.57
الصحف الإخبارية	18	%66.65	%33.35
المعدات الكهربائية	86	%55.29	%44.71
الخدمات المالية	294	%34.07	%65.93

إذا افترضنا بأنك ترغب بحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة تعمل ضمن قطاع النقل الجوي. فيمكن الاعتماد على الجدول رقم 9-1 حيث أن حصة الدين إلى الملكية ضمن هذا القطاع هي 32.5% & 67.5% على التوالي.

تقدير معدل العائد المطلوب من قبل الملاك:

تقترح معظم الكتب والمراجع المالية استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM عند تقدير معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين. ووفقاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية فإن معدل العائد المطلوب من المستثمرين يحسب كالآتي:

$$r_e = r_f + B_e * (r_m - r_f)$$

حيث:

r_e: معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين.

r_f: معدل الفائدة خالي المخاطرة.

B_e: المخاطر النظامية على حقوق الملكية.

r_m: العائد على محفظة السوق.

إن الفكرة الرئيسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية تقوم على تقسيم المخاطر إلى:

المخاطر النظامية: هي تلك المخاطر المرتبطة بعوامل سوقية والتي لا يمكن إلغائها أو تخفيضها بالتنويع لذلك عادة ما يطلق عليها المخاطر غير القابلة للتنويع.

المخاطر اللانظامية: هي تلك المخاطر المرتبطة بعوامل خاصة بالشركة وبالتالي يمكن إلغائها أو تخفيضها بالتنويع لذلك عادة ما يطلق عليها المخاطر القابلة للتنويع.

وطالما أن المستثمر يستطيع تكوين محفظة استثمارية منوعة جيداً بالتالي يمكن إلغاء المخاطر اللانظامية، أما المخاطر النظامية فهي الجديرة باهتمام المستثمرين والباحثين كونه لا يمكن إلغائها أو تخفيضها عن طريق التنويع. لذلك لابد من قياس المخاطر النظامية B_e، وكلما ارتفعت تلك المخاطر كلما أدى ذلك إلى توقع ارتفاع معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين وذلك لتعويضهم عن تحمل مخاطر إضافية.

وبالرجوع إلى معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نلاحظ بأنها تتكون من قسمين. القسم الأول r_f وهو يمثل معدل الفائدة خالي المخاطر أي معدل الفائدة على الاستثمارات التي لا تتضمن أو لا تنطوي على مخاطر بمعنى أن العائد الذي سيتحقق من الاستثمار فيها مؤكد. أما القسم الثاني من معادلة النموذج B_e * $(r_m - r_f)$ فإن القوس ما هو إلا علاوة المخاطر التي تتمثل بالفرق بين العائد على محفظة السوق والعائد خالي المخاطر. أما Be (بيتا) فهي مقياس للمخاطر النظامية حيث تقيس الدرجة التي يستجيب بها عائد استثمار معين للتغير في عائد السوق. وبالتالي فإن علاوة المخاطر سوف تعدل ارتفاعاً أو انخفاضاً بناءً على المخاطر النظامية Be لنتوصل إلى علاوة مخاطر الاستثمار.

فيما يلي سوف نناقش الطرق المختلفة التي يمكن استخدامها لتقدير معدل الفائدة خالي المخاطر والمخاطر النظامية B_e وعلاوة المخاطر.

تقدير معدل الفائدة خالي المخاطر r_f:

يشير معدل الفائدة خالي المخاطر إلى معدل العائد الذي يمكن أن يكسبه المستثمر بدون التعرض لأي خطر. نظرياً، فإن التقدير الأمثل للمعدل الخالي من المخاطر يتمثل بالعائد المتوقع على محفظة استثمارية ذات بيتا تساوي الصفر. ونظراً لتكلفة وصعوبة تكوين محفظة استثمارية ذات بيتا مساوية للصفر، فإن هذه الطريقة غير صالحة للتطبيق عملياً. وعوضاً عن ذلك عادة ما تستخدم

الأوراق المالية الحكومية التي يصدرها المصرف المركزي مثل أذونات الخزينة وأوراق الخزينة وسندات الخزينة كأوراق مالية ذات معدل عائد خالي من المخاطر، وذلك على اعتبار أنه شبه مستبعد على حكومات الدول التي تصدر تلك الأوراق أن تتخلف عن سداد التزاماتها اتجاه مالكي هذه الأوراق المالية. وتعتبر أذونات الخزينة هي الأقرب إلى أن تكون أوراق مالية ذات معدل عائد خالي من المخاطر بسبب قصر آجالها والتي تتراوح بين ثلاثة أشهر وتسعة أشهر وبالتالي فإنها لا تتأثر كثيراً بالتضخم.

تقدير وتفسير المخاطر النظامية B_e:

بالعودة إلى معادلة تقدير معدل العائد المطلوب من قبل الملاك نلاحظ بأن هذا المعدل يزداد مع ازدياد المخاطر النظامية. وهذا يبدو بديهياً، حيث كلما ارتفعت المخاطر النظامية كلما طالب المستثمرون بتعويضهم عن تحمل تلك المخاطر. ويمكن تلخيص قيم المخاطر النظامية B_e كالآتي:

- B_e = صفر (استثمار خالي من المخاطر).
- $B_e < 1$ (استثمار مع مخاطر نظامية أقل من مخاطر محفظة السوق).
- $B_e = 1$ (استثمار مع مخاطر نظامية مساوية لمخاطر محفظة السوق).
- $B_e > 1$ (استثمار مع مخاطر نظامية أكبر من مخاطر محفظة السوق).

إن مقياس المخاطر النظامية بيتا B_e يقيس درجة استجابة عائد استثمار معين للتغير في عائد محفظة السوق. كما يمكن أن تعرف أيضاً بأنها مقياس للعلاقة بين عائد استثمار معين وعائد محفظة السوق. وبالتالي، إذا كانت بيتا مساوية للواحد فهذا يعني أنه إذا تحرك عائد محفظة السوق بالارتفاع بمقدار 1% فإن سعر السهم سوف يرتفع أيضاً بنفس المقدار. وإذا انخفض المؤشر العام للسوق

بمقدار 1% فإن سعر السهم سوف ينخفض بنفس المقدار. أما إذا كانت بيتا أكبر من الواحد فهذا يعني أنه إذا تحرك السوق بالارتفاع بمقدار 1% فإن سعر السهم سوف يرتفع أيضاً لكن بمقدار أكبر من 1%. أما إذا كانت بيتا أقل من الواحد فهذا يعني أنه إذا تحرك السوق بالارتفاع بمقدار 1% فإن سعر السهم سوف يرتفع أيضاً لكن بمقدار أدنى من 1%.

إن تقدير المخاطر النظامية يتطلب سلسلة زمنية طويلة من المعاينات أو المشاهدات حتى نتمكن من معرفة العلاقة بين العائد على الاستثمار وعائد محفظة السوق. وهنا تواجهنا مشكلة ولاسيما في الشركات خاصة التداول، حيث أن هذه المشاهدات غير قابلة للتطبيق بشكل مباشر في أغلبية تلك الشركات. وبما أن عدد الشركات المدرجة في البورصة أقل من 1% في معظم دول العالم، لذلك فإن حوالي 99% من كافة الشركات لا تفي بالبيانات اللازمة لتطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM. لاحقاً وفي هذا الفصل سوف نناقش هذه المسألة بعمق أكبر.

وكما هو الحال مع مدخلات أخرى للتقييم، فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يجيز باستخدام أسعار الأسهم المستقبلية. إلا أن هذه الأسعار غير متاحة، لذلك وفي معظم الحالات تستخدم الأسعار التاريخية. لكن من غير المؤكد أن يكون هذا الاستدراك عن طريق البيانات التاريخية ذو دلالة ومعنى. بالإضافة إلى ذلك، هناك افتراض أساسي يتمثل بثبات أو استقرار المخاطر عبر الزمن. وهذه الحالة من النادر أن تحدث ولاسيما عندما تقوم الشركة بتغيير إستراتيجيتها أو عندما تحصل على أعمال جديدة، ففي هذه الحالات قد تواجه الشركة مخاطر متفاوتة عبر الزمن.

إن الجدول رقم 9-2 (Fernandez – 2009a) يوضح حالة عدم التأكد من تقديرات بيتا. حيث يبين الجدول تقديرات بيتا لشركات Coca-Cola & Walt

Wal Mart stores & Disney وذلك بالاعتماد على مواقع الانترنت وقواعد البيانات الأكثر استخداماً، كما يوضح التشتت الكبير في تقديرات بيتا:

- تقديرات بيتا لشركة Coca-Cola تتراوح من 0.31 إلى 0.8.
- تقديرات بيتا لشركة Walt Disney تتراوح من 0.72 إلى 1.39.
- تقديرات بيتا لشركة Wal Mart stores تتراوح من 0.13 إلى 0.71.

الجدول رقم 9-2: تقديرات بيتا لثلاث شركات

قاعدة البيانات	Coca-Cola	Walt Disney	Wal Mart stores
Bloomberg	0.79	1.06	0.58
Cnbc	0.6	1	0.3
Damodaran	0.61	0.88	0.19
Datastream	0.31	0.72	0.13
ft.Com	0.8	1.06	0.57
Google Finance	0.6	1.03	0.26
Hoovers	0.6	1	0.2
Infomercados	0.33	1.39	0.31
Msn Moneycentral	0.54	1.03	0.16
Quote	0.54	1.13	0.19
Reuters	0.53	1.01	0.17
Smartmoney	0.61	1.03	0.26
Thomson Banker	0.55	1.09	0.38
Value Line	0.55	1	0.6

Vernimmen	–	1.08	0.71
Yahoo Finance	0.63	0.99	0.28
Max	0.8	1.39	0.71
Min	0.31	0.72	0.13

فقدان التجانس في تقديرات بيتا يعكس الأساليب المختلفة التي يمكن استخدامها لقياس بيتا، كما يعكس مشاكل في عملية القياس. لذلك فإن المحللين بحاجة للتغلب على هذه المشاكل لكي نحصل على تقدير متجانس للمخاطر النظامية. نموذجياً، سوف يستخدم المحللون متوسط التقديرات المختلفة على أمل أن تلغي أخطاء القياس بعضها بعضاً. لكن غالباً ما يلجأ المحللون إلى الاعتماد على طرق بديلة عند تقدير المخاطر النظامية. وفيما يلي سوف نناقش طريقتين بشيء من التفصيل.

ثانياً_ الطرق البديلة لقياس المخاطر النظامية B_e:

في هذا القسم سوف نناقش طريقتين يمكن استخدامهما في معالجة المشكلات المحتملة عند قياس بيتا من جهة، وفقدان المشاهدات بالنسبة للشركات خاصة التداول من جهة أخرى.

الطريقة الأولى: تقدير بيتا بالاعتماد على شركات قابلة للمقارنة

إن قياس بيتا بالاعتماد على شركات مدرجة في سوق رأسمال فعال وقابلة للمقارنة مع الشركة محل التحليل يساعد في تجنب الكثير من مشكلات تقدير بيتا المذكورة أعلاه. ويمكن تلخيص هذه الطريقة بالخطوات التالية:

1) تحديد الشركات المدرجة القابلة للمقارنة.

2) تقدير بيتا لكل شركة من الشركات القابلة للمقارنة.

3) حساب بيتا الأصول (B asset) لكل شركة من الشركات القابلة للمقارنة (تسويات على المخاطر المالية).
4) حساب متوسط بيتا الأصول بالنسبة للشركات القابلة للمقارنة.
5) حساب بيتا للشركة المستهدفة وذلك عن طريق رفع بيتا الأصول للشركات القابلة للمقارنة.

غالباً ما يكون هناك اختلافات في الرفع المالي بين الشركات القابلة للمقارنة من جهة والشركة محل التحليل من جهة أخرى. لذلك فإنه من الضروري إجراء التسويات اللازمة من أجل تلك الاختلافات. وقد تم تنفيذ ذلك في الخطوات 3 & 5 أعلاه. حيث استبعد تأثير الرفع المالي على بيتا من خلال حساب بيتا الأصول B_a. وفي سبيل ذلك يمكن استخدام علاقة بيتا التالية:

$$B_a = [B_e + B_d * (NIBD/E)] / [1 + (NIBD/E)]$$

حيث:

B_a: المخاطر النظامية على الأصول، أي المخاطر التشغيلية.

B_d: المخاطر النظامية على الدين.

NIBD/E: بنية رأس المال للشركة المستهدفة بالاعتماد على القيم السوقية (نسبة صافي الدين بفائدة إلى حقوق الملكية).

بيتا الأصول B_a تقيس المخاطر التشغيلية ضمن قطاع ما. لذلك ولكي نقدر المخاطر النظامية يتوجب علينا رفع بيتا الأصول باستخدام بنية رأس المال للشركة المستهدفة. ويمكن تنفيذ ذلك من خلال معادلة بيتا التالية:

$$B_e = B_a + (B_a – B_d) * (NIBD/E)$$

إن بيتا المرفوعة B_e ما هي إلا دالة للمخاطر التشغيلية (بيتا الأصول) والمخاطر المالية (بنية رأس المال للشركة المستهدفة). على سبيل المثال، إذا كانت بيتا الأصول B_a بالنسبة للشركات العاملة ضمن قطاع ما 0.81، وعلى افتراض أن

بيتا الديون B_d 0.6 ودرجة الرفع المالي 1 (أي صافي الدين بفائدة يساوي حقوق الملكية). وبالتالي فإن المخاطر النظامية بالنسبة للشركة X التي تعمل بنفس القطاع:

المخاطر النظامية $B_a = 0.81 + (0.6 - 0.81) * 1 = 1.02$

في المثال السابق، نلاحظ بأن المخاطر النظامية للشركة X تبلغ 1.02 أي أنها قريبة لمخاطر محفظة السوق مما يشير إلى أن بروفيل المخاطر (الصورة العامة للمخاطر) للشركة X يتشابه مع الصورة العامة لمخاطر محفظة السوق.

على الرغم من إمكانية تجنب الكثير من مشكلات تقدير المخاطر النظامية بالاعتماد على الشركات المدرجة القابلة للمقارنة مع الشركة محل التحليل، إلا أن ذلك لا يعني أن هذا الأسلوب لا يتضمن مشكلات وصعوبات. فبالإضافة إلى المشكلات العامة المتعلقة بتقدير بيتا، هناك متطلب رئيسي لتطبيق هذه الطريقة ويتمثل بتشابه بروفيل المخاطر بالنسبة للشركات التي يتضمنها التحليل. وهذا يعني بأن انتماء الشركات إلى نفس القطاع لا يعتبر شرطاً كافياً بشكل دائم. حيث أن تبني نماذج أعمال مختلفة قد يؤدي إلى مخاطر تشغيلية مختلفة. فعلى سبيل المثال، قد تستخدم شركة ما عدد كبير من المقاولين الثانويين مما قد يؤدي إلى هيكل تكلفة أكثر مرونة، في حين قد تعتمد شركة أخرى على مصادرها الداخلية في تأمين كافة المكونات الرئيسية مما قد يؤدي إلى هيكل تكلفة أقل مرونة.

الطريقة الثانية: تقدير بيتا بالاعتماد على عوامل أساسية

الطريقة البديلة لتقدير بيتا B_e تبنى على الخصائص الأساسية لبروفيل مخاطر الشركة. وغالباً ما يمتلك المحللون المعرفة المطلوبة لتطبيق هذه الطريقة، حيث يتوجب أن يكون لدى المحللين معرفة مفصلة عن الشركة. فالمورد أو الدائن يبني علاقات مع عميله (الشركة) خلال فترة زمنية طويلة ويحصل على معرفة ثمينة

عن الشركة. وكذلك المحللون الذين عادة ما يقومون بتحليل نفس الشركات لفترات زمنية أطول ويكتسبون معرفة فريدة عن هذه الشركات محل تحليلهم. وحتى في الحالات التي لا يملك فيها المحلل معرفة مسبق عن الشركة محل التحليل، فإنه ومن خلال التحليل الدقيق والعميق يستطيع المحلل أن يراكم معلومات يمكن أن تكون مفيدة عند إجراء تقييم شامل للمخاطر.

هناك أساليب عديدة يمكن من خلالها هيكلة عملية تقييم المخاطر بالاعتماد على عوامل أساسية. لقد ذكرنا سابقاً بأن بيتا B_e هي دالة للمخاطر التشغيلية والمالية:

$$\mathbf{B_e = B_a + (B_a - B_d) * (NIBD/E)}$$

إن الجزء الأول (B_a) يقيس المخاطر التشغيلية، في حين أن الجزء الثاني $(B_a - B_d) * (NIBD/E)$ يقيس المخاطر المالية. بناءً عليه، فإنه من الملائم دراسة العوامل المؤثرة في المخاطر التشغيلية والمالية. وبشكل عام، فإننا نعتقد بأن المخاطر التي تستطيع الشركة أن تؤثر أو تتحكم بها هي أكثر تفضيلاً على المخاطر التي تفقد الشركة إمكانية السيطرة والتحكم بها.

إن الفصل بين المخاطر من حيث إمكانية التأثير أو التحكم يتفاوت عبر الشركات. فالأوضاع السياسية والاقتصادية الاجتماعية ما هي إلا أمثلة على المجالات التي لا تمتلك فيها الشركة التأثير والتحكم. في حين هناك مجالات قد تمتلك فيها الشركة درجة ما من التأثير لكن بدون تحكم أو سيطرة، ومن الأمثلة على ذلك سمعة الشركة والمنافسة والقوانين والتشريعات. أخيراً، فإن جوانب تشغيلية مثل أنظمة الرقابة الداخلية واختيار هياكل التكلفة تعتبر ضمن المجالات التي تمتلك فيها الشركة تأثير كبير بالإضافة إلى التحكم والسيطرة.

فيما يلي سنناقش العوامل أو الأسباب وراء المخاطر المتعلقة بالأنشطة التشغيلية والتمويلية للشركة، وسنقوم بتقدير مدى قدرة الشركة على التأثير أو التحكم بمؤشرات المخاطر المتنوعة.

1) المخاطر التشغيلية:

عند تقدير المخاطر التشغيلية فإن التركيز ينصب على العوامل المؤثرة في الأرباح التشغيلية، وهنا سنناقش ثلاث فئات رئيسية للمخاطر:

- المخاطر الخارجية.
- المخاطر الإستراتيجية.
- المخاطر العملياتية.

المخاطر الخارجية:

تتمثل المخاطر الخارجية بالظروف والأوضاع الخارجة عن نطاق الشركة لكنها تؤثر في الأرباح التشغيلية للشركة. من الأمثلة على المخاطر الخارجية: النمو في أسعار السلع، ونمو إجمالي الناتج المحلي GDP، والاستقرار السياسي، والقانون التجاري. نموذجياً، فإن قدرة الشركات على التأثير أو التحكم بهذه المخاطر محدودة جداً أو معدومة. وللمخاطر الخارجية نفس درجة التأثير تقريباً على الشركات التي تعمل في نفس القطاع. فارتفاع أسعار السلع سيؤثر على كل شركة من الشركات التي تعمل ضمن قطاع ما، إلا أنه من الممكن التحوط أو تجنب تلك المخاطر لكن على المدى القصير فقط عن طريق استخدام الأدوات المالية (المشتقات). على سبيل المثال، إذا ارتفع سعر وقود الطائرات، فإن ذلك سيؤثر بشكل كبير على إيرادات شركات الطيران، حيث أن الوقود يشكل النسبة الأكبر ضمن هيكل التكلفة في تلك الشركات. وإذا افترضنا أن شركات الطيران لا تستطيع نقل ارتفاع أسعار الوقود إلى المستهلك عن طريق رفع أسعار بطاقات السفر، فإن الأرباح التشغيلية سوف تتأثر بشكل جوهري.

أما بالنسبة للنمو في إجمالي الناتج المحلي GDP والدورة الاقتصادية بشكل عام، فإن الشركات الدورية (مثل منتجي السلع الكمالية والترفيهية) تعتمد بشكل كبير على القوة الشرائية لزبائنها، أي أن هذه الشركات تتبع المرحلة التي تمر بها

الدورة الاقتصادية. لكن بالمقابل، فإن شركات الأدوية نموذجياً مستقلة ولا تتأثر إلى حد ما بالمرحلة التي تمر بها الدورة الاقتصادية. حيث أن منتجاتها ضرورية للبقاء على قيد الحياة أو لتحسين نوعية الحياة. بناءً عليه، فإن الأرباح التشغيلية أقل استقراراً بالنسبة للشركات الدورية وبالتالي مخاطر تشغيلية أعلى.

المخاطر الاستراتيجية:

نموذجياً ينطوي تقدير المخاطر الاستراتيجية على قضايا على مستوى القطاع أو الصناعة. ومن الأمثلة على مؤشرات المخاطر الاستراتيجية:

- منافسة حادة ضمن القطاع.
- مزايا تنافسية نسبية.
- الاعتماد على مورد واحد أو بضعة موردين.
- الاعتماد على زبون واحد أو بضعة زبائن.
- خطر الابتكارات التكنولوجية من قبل الشركات المنافسة.
- القدرة على تعديل الأسعار عند ارتفاع أسعار المستلزمات السلعية.

إن التحسن في المؤشرات السابقة سوف يؤدي بشكل عام إلى استقرار أكثر في الأرباح مما يعني مخاطر تشغيلية أقل. فعلى سبيل المثال، كلما ابتعدت الشركة عن الاعتماد على عدد قليل من الزبائن والموردين (مع ثبات العوامل الأخرى) سوف يؤدي ذلك إلى استقرار في أرباحها وبالتالي تنخفض المخاطر التشغيلية.

المخاطر العملياتية:

يتطلب تقدير المخاطر العملياتية التركيز على العوامل المتعلقة أو الخاصة بالشركة والتي قد توثر في استقرار الأرباح التشغيلية. وبالتالي فإن مخاطر العمليات سوف تختلف بين الشركات حيث أن العوامل أو الأسباب وراء المخاطر والتي يمكن اعتبارها هامة بالنسبة لشركة ما قد تكون غير هامة بالنسبة لشركة أخرى. وفيما يلي أمثلة عن مؤشرات المخاطر العملياتية:

- دورة حياة الشركة.
- اختيار هيكل التكلفة.
- النجاح في البحث والتطوير.
- جودة المنتج والتجديد.
- الاهتمام بالاسم التجاري.
- الجودة والفائدة من أنظمة المعلومات.
- استغلال التسهيلات والمعدات الإنتاجية (الكفاءة).
- كفاءة الطاقم الإداري.
- جودة أنظمة الرقابة الداخلية.

بشكل عام، يلعب التحسن في المؤشرات السابقة دوراً هاماً في تخفيض المخاطر التشغيلية. على سبيل المثال، كلما احتفظت الشركة ببقائها لفترة أطول، كلما زادت إمكانية الاستمرار والبقاء لنموذج العمل مما يؤدي إلى انخفاض المخاطر. وطالما أن المخاطر تتناقص خلال دورة حياة الشركة، فإن وصول الشركة إلى مرحلة النضوج يترافق مع انخفاض تدريجي في المخاطر وذلك كنتيجة لزيادة الثقة بنموذج العمل. وفي هذه المرحلة، فإن المستثمرين والدائنين سوف يطالبون بمعدل عائد أقل على أموالهم بسبب انخفاض المخاطر.

وبشكل مشابه، فإن امتلاك الشركة لأنظمة معلومات ذات جودة مرتفعة فهذا سوف يؤدي إلى توفير معلومات أفضل وتوصيلها بالوقت المناسب مما يسهم في تحسين عملية اتخاذ القرارات وبالتالي تخفيض مخاطر القرارات غير الملائمة. بالإضافة إلى ذلك، كلما كان هيكل التكلفة أكثر مرونة كلما أدى إلى تخفيض المخاطر التشغيلية.

بناءً عليه، فإن الشركة تمتلك إمكانيات متنوعة للتحكم والتأثير في المخاطر الخارجية والإستراتيجية والعملياتية. ويتوجب على إدارة الشركة التعامل مع الفئات

الثلاث للمخاطر التشغيلية. حيث أنه من المتوقع أن يقوم المدراء بملائمة أوضاع شركاتهم بما يتكيف مع الحالة الاقتصادية الحالية واستغلال الفرص المتاحة في السوق. لذلك وعند تقييم المخاطر، يتوجب على المحللين مواكبة المخاطر في السوق الذي تعمل ضمنه الشركة وتقييم كيفية إدارة الشركة لتلك المخاطر. وإن الجدول رقم 9_3 يعطي مثالاً عن كيفية تقييم المخاطر التشغيلية.

2) المخاطر المالية:

يهدف تحليل المخاطر المالية إلى تقدير مدى تأثير الدين على المخاطر المالية. وبما أن المساهمين (المستثمرون في الأسهم) يستلمون استحقاقاتهم بعد حملة الدين (الدائنون)، لذلك فإنهم يطلبون معدل عائد أعلى من معدل العائد المطلوب من قبل حملة الدين. وفيما يلي سنستعرض بإيجاز تأثير الرافعة المالية وخصائص القرض على المخاطر المالية.

الرافعة المالية:

تقيس الرافعة المالية حجم الديون بفائدة نسبة إلى حقوق الملكية. فإذا كانت الشركة تعتمد في التمويل على حقوق الملكية بشكل كامل، فهذا يعني عدم تحمل أية مخاطر مالية. لكن معظم الشركات تستخدم الدين كمصدر للتمويل. وقد ذكرنا سابقاً بأن الدين يؤثر على المخاطر النظامية B_e (التي تؤثر على معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في الأسهم) من خلال العلاقة التالية:

$$B_e = B_a + (B_a - B_d) * (NIBD/E)$$

وقد قمنا بتمثيل هذه العلاقة في الجدول رقم 9-4 وبالاعتماد على الافتراضات التالية:

الجدول رقم 9-3: التقييم الإجمالي للمخاطر التشغيلية

أنواع المخاطر التشغيلية	مستوى المخاطر (منخفض _ متوسط _ عالي)	قدرة الشركة على إدارة المخاطر التشغيلية
المخاطر الخارجية • ظروف السوق • القوانين والتشريعات	 متوسط عالي	**مقبولة** تتأثر بدورة الأعمال. تحاول الشركة التأثير في الرأي العام عن طريق المناظرة والإعلانات ....الخ.
المخاطر الإستراتيجية • التسابق بين المنافسين • قدرة ونفوذ الموردين • قدرة ونفوذ الزبائن • نمو السوق • منتجات بديلة	 عالي منخفض عالي عالي عالي	**غير كافية** الإدارة غير قادرة على تجاوز أو التغلب على تراجع النمو. التركيز على عدد قليل من الزبائن مع ضغط على الأسعار بالهبوط. مخاطر عالية من أرباح تشغيلية غير مستقرة.
المخاطر العملياتية • استغلال التسهيلات الإنتاجية • كفاءة الإدارة • اختيار هيكل التكلفة	 عالي عالي عالي	**غير كافية** الإدارة غير قادرة على تكييف الطاقة الإنتاجية مع النمو السلبي. درجة عالية من التكاليف الثابتة.
التقييم الإجمالي: مخاطر تشغيلية عالية حصة الشركة في السوق وأرباحها عرضة لضغط حاد وخطير. تتعامل الإدارة بطريقة مقبولة مع المخاطر الخارجية، لكنها لا تعطي اهتماماً كافياً لمؤشرات المخاطر الاستراتيجية والعملياتية.		

- معدل الفائدة خالي المخاطرة: 5%.
- علاوة المخاطر: 5%.
- B_a: 0.8
- B_d: صفر
- معدل الضريبة: 30%.

الجدول رقم 9-4: العلاقة بين الرافعة المالية ومعدل العائد المطلوب من قبل الملاك

نسبة الديون إلى قيمة المشروع	**0%**	**50%**	**67%**	**75%**	**80%**	**83%**
الرافعة المالية (الدين / حقوق الملكية)	0	1	2	3	4	5
المخاطر النظامية Be	0.8	1.6	2.4	3.2	4	4.8
معدل العائد المطلوب من قبل الملاك	%9	%13	%17	%21	%25	%29

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأنه مع زيادة درجة الرافعة المالية تزداد المخاطر النظامية وبالتالي يزداد معدل العائد المطلوب من قبل الملاك وذلك لتعويضهم عن زيادة المخاطر الناجمة عن ارتفاع درجة الرفع المالي.

خصائص القرض:

إن استخدام الشركة للدين كمصدر للتمويل سيؤثر في المخاطر المالية، لذلك يتوجب على المحللين تقييم محفظة قروض الشركة من الجوانب التالية:

- معدلات الفائدة: ثابتة أو متغيرة.
- مدة القرض: قصيرة أو طويلة الأجل.
- ملف السداد.
- عملة القرض: عملة محلية أو أجنبية.

إن القروض ذات معدلات الفائدة الثابتة تضمن معرفة المبالغ التي سيتم تسديدها. أي أنه لا يوجد مخاطر سداد (مصروف الفائدة) في هذا النوع من القروض. لكن قيمة هذا النوع من القروض تتغير في حال تغير معدلات الفائدة (مخاطر الميزانية). والعكس يكون صحيحاً بالنسبة للقروض ذات معدلات الفائدة المتغيرة. فبالنسبة لهذه القروض هناك مخاطر هامة على الأرباح حيث أن مصروفات الفائدة تتغير مع التقلب في معدلات الفائدة. بالتالي، فإن القروض ذات معدلات الفائدة المتغيرة تؤدي إلى أرباح أكثر تقلباً لكنها بالمقابل لا تتضمن مخاطر على القيمة السوقية والدفترية للقروض (مخاطر الميزانية).

كذلك فإن القروض ذات معدلات الفائدة الثابتة قد تكون قصيرة أو طويلة الأجل. وتعتبر مدة القرض من المسائل الهامة كونها تؤثر في معدل الفائدة. نموذجياً، فإن منحنى العائد ذو انحدار أو ميل ايجابي بما يشير إلى أن معدل الفائدة يزداد مع زيادة فترة الاستحقاق. حيث أن معدل الفائدة الأعلى يعوض عن طول فترة المخاطر، وبالتالي فإن الشركات تدفع علاوة مقابل تثبيت معدل الفائدة لفترة زمنية أطول. بالمقابل، وفي حال اختيار قروض ذات فترات استحقاق قصيرة فإن معدل الفائدة سينخفض، لكن بنفس الوقت ستواجه الشركات مخاطر إعادة التمويل طالما أن إعادة التمويل من المحتمل أن تكون بمعدل فائدة أعلى.

أما بالنسبة للقروض بالعملات الأجنبية، فإن هذا الاقتراض عادة ما يكون لتغطية تدفقات نقدية داخلة بنفس العملة الأجنبية، لكن يمكن اختيار هذه القروض لأغراض المضاربة. فعلى سبيل المثال، إذا كان معدل الفائدة على السندات الحكومية اليابانية أقل من السندات المماثلة لها في أمريكا وبريطانيا، فإن هذا الاختلاف يشمل كافة التوقعات حول الاتجاه في أسعار صرف عملات تلك الدول. وهذا يعني بأن هناك توقع ضمني بارتفاع سعر صرف الين الياباني بالمقارنة مع الدولار الأمريكي والباوند البريطاني. وبالتالي فإن الشركات التي

تقترض بالين الياباني ستحصل على معدل فائدة منخفض، لكن من المفترض أن تواجه مخاطر العملات. ولابد من الإشارة إلى أنه عند تقدير المخاطر المالية، يتوجب على المحلل أن يأخذ في الحسبان الظروف الخاصة بالشركة. فعلى سبيل المثال، قد تكون الغاية من قرض بعملة أجنبية متمثلة في التحوط من مخاطر إيرادات مستقبلية بنفس العملة، وفي هذه الحالة فإن القرض بعملة أجنبية يعتبر صفقة مالية تهدف إلى تخفيض المخاطر الإجمالية للشركة بطريقة معقولة وميسورة التكلفة.

قد تمتلك الشركات فرصاً كبيرة للتأثير والتحكم بالمخاطر المالية. ويمكننا ملاحظة ذلك بالنسبة للشركات ذات الأوضاع المالية الجيدة، حيث أن استخدام تلك الشركات للدين يمكن أن يعكس رغبتها في النمو وتعزيز الربحية. أما بالنسبة للشركات التي تعاني من مشكلات مالية فقد تلجأ للاقتراض لكي تضمن بقائها، لكن في مثل هذه الحالات فإن الشركة لا تمتلك إلا قليلاً من الفرص للتأثير والتحكم بالمخاطر المالية.

أخيراً، فإن الجدول رقم 9-5 يوضح كيفية تنفيذ التقييم الإجمالي للمخاطر المالية.

الجدول رقم 9-5: التقييم الإجمالي للمخاطر المالية

أنواع المخاطر المالية	مستوى المخاطر (منخفض _ متوسط _ عالي)	قدرة الشركة على إدارة المخاطر المالية
الرفع المالي	**عالي**	**من مقبولة إلى غير كافية** تاريخياً تعتمد الشركة على درجة عالية من الرفع المالي. وبما أن الأرباح التشغيلية تحت ضغط كبير، لذلك فإن هذا المستوى العالي من الرفع المالي يجب أن يراقب ويتابع بعناية.

		إلا أنه لا يبدو هناك اهتماماً كافياً بذلك من قبل المدراء.
خصائص القرض • معدل الفائدة متغير • فترة استحقاق قصيرة الأجل • اقتراض بالعملات الأجنبية (اليورو بشكل رئيسي)	عالي عالي منخفض	**من مقبولة إلى غير كافية** نتيجة الضغط المتزايد على الأرباح التشغيلية، فإن اختيار معدلات متغيرة للفائدة مع فترات استحقاق قصيرة يعتبر اختياراً على درجة عالية من المخاطر. معظم إيرادات الشركة باليورو.
التقييم الإجمالي: مخاطر مالية عالية		

التقييم الإجمالي للمخاطر Be:

بشكل عام، تحاول الشركات تحقيق نوعاً من التوازن بين المخاطر التشغيلية والمخاطر المالية. فالشركات التي تواجه مخاطر تشغيلية عالية تحاول تخفيض المخاطر المالية. ومعظم الدراسات والأبحاث تؤيد ذلك التوجه. حيث بينت هذه الدراسات (المعتمدة على الشركات المدرجة في البورصات) وجود ارتباط سلبي بين تقديرات المخاطر التشغيلية (بيتا الأصول Ba) والمخاطر المالية (نسبة الدين إلى حقوق الملكية). على سبيل المثال، فإن الشركات مع درجة عالية من المخاطر التشغيلية تكون درجة اعتمادها على الدين منخفضة.

إن الجدول رقم 9–6 يبين كيفية تحويل التقييم النوعي للمخاطر التشغيلية والمالية إلى تقدير للمخاطر النظامية على حقوق الملكية Be. ولابد من الإشارة إلى أن هناك أساليب مختلفة يمكن من خلالها تلخيص التقييم النوعي للمخاطر التشغيلية والمالية، حيث أن الطريقة المعروضة في الجدول رقم 9–6 ما هي إلا واحدة من التقنيات المتعددة الممكن استخدامها. على سبيل المثال، هناك طريقة بديلة

(Fernandez, 2009) سميت بطريقة "MASCOFLAPEC" المرتكزة على الحرف الأول لكل مؤشر من مؤشرات المخاطر وذلك كما هو مبين في الجدول رقم 9-7.

الجدول رقم 9-6: تحويل التقييم النوعي للمخاطر إلى تقدير لبيتا Be

المخاطر التشغيلية	المخاطر المالية	المخاطر الإجمالية	بيتا (Be)
منخفض	منخفض	منخفض جداً	0.6 – 0.4
منخفض	محايد	منخفض	0.85 – 0.6
منخفض	عالي	محايد	1.15 – 0.85
محايد	منخفض	منخفض	0.85 – 0.6
محايد	محايد	محايد	1.15 – 0.85
محايد	عالي	عالي	1.4 – 1.15
عالي	منخفض	محايد	1.15 – 0.85
عالي	محايد	عالي	1.4 – 1.15
عالي	عالي	عالي جداً	1.4 وما فوق

الجدول رقم 9-7: طريقة MASCOFLAPEC في تقدير المخاطر النظامية

مؤشرات المخاطر	الوزن النسبي	منخفض 1	متوسط 2	جوهري 3	عالي 4	عالي جداً 5	المخاطر المرجحة
M: الإدارة	%10	1					0.1
A: الأصول	%25					5	1.25
S: الاستراتيجية	%3				4		0.12
C: مخاطر البلد	%15				4		0.6
O: الرفع	%10				4		0.4

التشغيلي							
F: الرفع المالي	15%		2				0.3
L: سيولة الاستثمار	5%					5	0.25
A: الوصول إلى مصادر التمويل	5%			3			0.15
P: الشركاء	2%				4		0.08
E: التعرض لمخاطر أخرى	5%		2				0.1
C: استقرار التدفق النقدي	5%			3			0.15
	100%						**3.5**
المخاطر النظامية على حقوق الملكية Be = 3.5 * 0.5 = 1.75							

من خلال الجدول السابق، نلاحظ بأن المخاطر المرجحة 3.5 تضرب بـ 0.5 للحصول على تقدير للمخاطر النظامية على حقوق الملكية Be. وبالنسبة لعامل التعديل والبالغ 0.5 فهو محدد بشكل غير موضوعي. وباختصار، فإن الطرق النوعية مفيدة ولاسيما عند استخدامها إلى جانب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM حيث يشكلان طريقة فعالة في تقدير المخاطر النظامية.

ولابد من الإشارة إلى أن تقدير المخاطر بالاعتماد على العوامل النوعية لا يخلو من المشاكل والصعوبات. **أولاً**، ليس هناك إجماع حول العوامل المؤثرة في المخاطر التشغيلية والمالية. **ثانياً**، التقدير الإجمالي للمخاطر يعتمد وبدرجة كبير على الحكم الشخصي (غير موضوعي)، فقد يصل محللان إلى تقديرين مختلفين للمخاطر على الرغم من تماثل المعلومات. **أخيراً**، فإن هذه الطريقة لا تميز بين

المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، فعند تطبيق هذه الطريقة قد يخلط المحلل المخاطر النظامية مع المخاطر غير النظامية.

تقدير علاوة مخاطر محفظة السوق:

تمثل علاوة مخاطر محفظة السوق الفرق بين عوائد السوق والعوائد من الاستثمارات خالية المخاطر. نموذجياً، هناك أسلوبين لتحديد علاوة المخاطر:

- أسلوب القيمة الفعلية للمتغير (الأسلوب الرجعي) Ex-post approach
- أسلوب القيمة المتوقعة للمتغير (الأسلوب الأولي) Ex-ante approach

يفحص الأسلوب الرجعي الفرق بين العوائد التاريخية على الاستثمارات في سوق الأوراق المالية والعوائد التاريخية على الاستثمارات الخالية المخاطر (عادة يستخدم العائد على سندات الخزينة) وذلك بالعودة بالزمن من 50 إلى 100 سنة. والافتراض الذي تقوم عليه هذه الطريقة يتمثل بأن علاوة المخاطر التاريخية لمحفظة السوق تعتبر مؤشراً مقبولاً لعلاوة المخاطر المستقبلية لمحفظة السوق. أما الأسلوب الأولي، فهو يحاول استنتاج علاوة المخاطر الضمنية لمحفظة السوق وذلك بالاعتماد على إجماع المحللين حول التنبؤ بالأرباح.

يتضمن الجدول رقم 9-8 أمثلة عن علاوات المخاطر المستخدمة من قبل 884 بروفيسور من بلدان مختلفة (Fernandez 2009). ويتبين من الجدول عدم وجود إجماع حول مقدار علاوة المخاطر. ففي البلدان الأوروبية يبلغ متوسط علاوة المخاطر 5.3%، في حين بلغ في الولايات المتحدة الأمريكية 6.3%، بينما بلغ متوسط علاوة المخاطر في بلدان أخرى 7.9%. بالإضافة إلى ذلك، فإن علاوة المخاطر تختلف وبشكل كبير ضمن كل إقليم.

الجدول رقم 9-8: علاوة مخاطر السوق المستخدمة من قبل 884 بروفيسور في عام 2008

المتوسط	أمريكا %6.3	أوروبا %5.3	بريطانيا %5.5	كندا %5.4	استراليا %5.9	أخرى %7.9	الإجمالي
الانحراف المعياري	%2.2	%1.5	%1.9	%1.3	%1.4	%3.9	
العلاوة الأعلى	%19	%10	%10	%8	%7.5	%27	
الربيع الأعلى Q3	%7.2	%6	%7	%6	%7	%10	
الوسيط	%6	%5	%5	%5.1	%6	%7	
الربيع الأدنى Q1	%5	%4.1	%4	%5	%6	%5.5	
العلاوة الأدنى	%0.8	%1	%3	%2	%2	%2	
العدد	487	224	54	29	23	67	884

إن التنوع في علاوة المخاطر لمحفظة السوق المفصلة في الجدول رقم 9-8 يعكس القدرة على إدراك المخاطر المختلفة للأسواق المختلفة، لكن بنفس الوقت يخفي مشكلات جوهرية في منهجية التقدير. أولاً، تقدير علاوة المخاطر لمحفظة السوق يعتمد على الفترة الزمنية المستخدمة. على سبيل المثال، أشارت دراسة (Jorion and Goetzmann 2000) إلى أن علاوة المخاطر حساسة لتحيز البقاء. فقد بينت الدراسة بأن السويد والولايات المتحدة لم تتأثرا كثيراً بالحرب العالمية الثانية بالمقارنة مع اليابان التي كانت من أكثر البلدان تأثراً بتلك الحرب. لقد بلغ متوسط علاوة مخاطر محفظة السوق في اليابان 0.34% خلال الفترة الممتدة من 1921 إلى 1944، بينما وصل المتوسط إلى 5.5% بعد الحرب خلال الفترة الممتدة من 1949 إلى 1996. بالإضافة إلى ذلك، هناك مسألة تتعلق بالمتوسطات المستخدمة فيما إذا كانت متوسطات حسابية أو هندسية. على سبيل المثال، فإن دراسة (Copeland et al 2000) بينت بأن حجم علاوة مخاطر محفظة السوق يختلف اختلافاً جوهرياً وذلك وفقاً للمتوسط

المستخدم في تقدير علاوة المخاطر سواء أكان حسابياً أو هندسياً. وقد كشفت الدراسة بأن المتوسط الهندسي كما هو متوقع أقل من المتوسط الحسابي.
بناءً عليه، يمكن أن نستخلص بأن هناك حالة من عدم التأكد حول الطريقة الممكن استخدامها عند تحديد علاوة المخاطر.

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM والسيولة:

تشير السيولة إلى التكاليف والمشكلات المتعلقة بتحويل الأسهم أو الأصول إلى نقد. إن الملكية القابلة للتداول في السوق مغرية طالما أنه يمكن تحويلها وبسرعة إلى نقدية، كما أن تكلفة الصفقة منخفضة مع درجة عالية من التأكد بتحقق صافي العوائد المتوقعة. وقد أقر تجار الملكية بأهمية سيولة الأسهم، كما أن الدراسات التجريبية تبدو أنها تؤيد مطلب المستثمرين بالخصم وذلك عند الاستثمار في أسهم محدودة أو معدومة السيولة. على سبيل المثال، فإن دراسة (Peterson et al 2006) بينت بأن المستثمرين يطالبون بتعديل معدل العائد المطلوب عن طريق الأخذ بالحسبان فقدان السيولة. حيث يضيف المستثمرون مقابل ذلك علاوة سيولة تصل إلى 3%-5%. ويمكن حساب معدل العائد المطلوب على الملكية المتضمن علاوة السيولة كالآتي:

$$r_e = r_f + B_e * (r_m - r_f) + lp$$

حيث:

lp: علاوة السيولة.

تقدير معدل فائدة الدين:

فيما يلي سنناقش وبإيجاز كيفية تقدير معدل فائدة الدين. وبشكل عام فإن تكلفة الدين بعد الضريبة تحسب كالآتي:

$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - t)$$

حيث:

r_d: معدل العائد المطلوب على صافي الدين بفائدة NIBD.

r_f: معدل الفائدة خالي المخاطرة.

r_s: هامش دائن (علاوة المخاطر على الدين).

t: معدل الضريبة على الشركات.

مما سبق نلاحظ بأن معدل العائد المطلوب على صافي الدين بفائدة يتألف من ثلاثة متغيرات: معدل الفائدة خالي المخاطرة، وهامش دائن (علاوة المخاطر على الدين)، ومعدل الضريبة. فيما يتعلق بمعدل الفائدة الخالي من المخاطر، فقد تمت مناقشته سابقاً. أما بالنسبة لعلاوة المخاطر على الدين، فهناك تقنيات مختلفة لتقدير تلك العلاوة حيث سيتم مناقشتها بالتفصيل في الفصل العاشر. أما الآن فسوف نناقش بإيجاز معدل الضريبة على الشركات.

معدل الضريبة على الشركات:

إن تقدير تكلفة الدين بعد الضريبة يتطلب معرفة معدل الضريبة على الشركات. وكما هو معلوم فإن معدل تكلفة الدين سينخفض نتيجة الوفر الضريبي الناجم عن الرفع المالي. وإذا اعتمدنا على المثال المعطى في الجدول رقم 9-4، فإنه من الممكن حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC وذلك كما هو موضح في الجدول 9-9.

الجدول رقم 9-9: حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC مع وبدون ضريبة الشركات (الوفر الضريبي)

نسبة الديون إلى قيمة المشروع	%0	%50	%67	%75	%80	%83
الرافعة المالية (الدين / حقوق الملكية)	0	1	2	3	4	5
المخاطر النظامية Be	0.8	1.6	2.4	3.2	4	4.8

معدل العائد المطلوب من قبل الملاك	%9	%13	%17	%21	%25	%29
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC (بدون ضريبة الشركات)	%9	%9	%9	%9	%9	%9
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC (مع ضريبة الشركات)	%9	%8.3	%8	%7.9	%7.8	%7.8

يتبين لنا من خلال الجدول بأن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC ثابت عند 9% عند استبعاد الضريبة. وهذا يشير إلى أنه بتجاهل الميزة الضريبية للدين يصبح المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC تابع لمعدل الفائدة الخالي من المخاطر وللمخاطر التشغيلية (Ba). لكن عندما نأخذ بالحسبان المنافع الضريبية من الدين (الوفر الضريبي)، فإن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC ينخفض وذلك كلما ازدادت حصة الدين. حيث أن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC قد انخفض من 9% عندما كانت حصة الدين مساوية للصفر إلى 7.8% وذلك عندما ارتفعت حصة الدين إلى 83%.

أسئلة الفصل التاسع:

1) لماذا تعتبر تكلفة رأس المال مفهوماً مفيداً في مجال تحليل القوائم المالية؟
2) ما هو المقصود ببنية أو هيكل رأس المال؟
3) إذا كانت بيتا B تساوي 2 بالنسبة لشركة ما، ما هو تفسيرك لذلك؟
4) ما هي العوامل الأساسية الواجب أخذها بالحسبان عند قياس بيتا B؟
5) كيف يقاس المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC؟
6) كيف يقاس معدل العائد المطلوب على الملكية r_e؟
7) كيف يقدر معدل الفائدة الخالي من المخاطر؟
8) كيف يمكن قياس علاوة مخاطر محفظة السوق؟
9) حل المسألة التالية:

افترض أنه قد توافرت لديك المعلومات التالية:

- الشركة X هي الشركة محل التحليل وتعمل ضمن قطاع المشروبات.
- معدل العائد على أذونات الخزينة الحكومية: 4%.
- المخاطر النظامية على حقوق الملكية والدين وهيكل رأس المال بالنسبة لثلاث شركات (Y – Z – G) مدرجة في سوق رأس المال وقابلة للمقارنة مع الشركة X محل التحليل مبينة في الجدول رقم 9–10:

الجدول رقم 9–10: تقديرات بيتا B وهيكل رأس المال:

الشركات القابلة للمقارنة	المخاطر النظامية على حق الملكية B_e	المخاطر النظامية على الدين B_d	نسبة الدين D/E
Y	0,84	0.5	0.58
Z	0.82	0.7	0.34
G	0.97	0.4	0.11

- في الجدول رقم 9–8 أدرجنا علاوات مخاطر مختلفة مستخدمة في بلدان مختلفة. في هذه الحالة سوف نفترض بأن علاوة المخاطر 5% وهي قريبة من متوسط علاوة المخاطر المستخدمة في أوربا.
- صافي الديون بفائدة في بداية سنة التنبؤ الأولى: 51,478 ألف وحدة نقدية.
- القيمة السوقية المقدرة لحقوق الملكية في بداية سنة التنبؤ الأولى: 86,716 ألف وحدة نقدية.
- المخاطر النظامية على الديون B_d قدرت بـ 0.6 وذلك بالاعتماد على التصنيف الائتماني للشركة X.
- معدل العائد المطلوب على الدين قبل الضريبة r_d قدر بـ 7% (4% + 0.6 * 5%).
- معدل الضريبة على الشركات 25%.

المطلوب:

1) تقدير معدل العائد المطلوب على الأصول r_a.
2) تقدير معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية r_e.
3) تقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC.

الفصل العاشر

تحليل الائتمان

Credit analysis

أهداف الفصل:

بعد قراءة هذا الفصل، يجب أن تكون قادراً على:

- التمييز بين الأساليب المختلفة لتحليل الائتمان.
- الإدراك بأن تحليل الائتمان ما هو إلا فن وليس علماً.
- تقدير الخسارة المتوقعة في حالة الإفلاس.
- التمييز بين قيمة القرض عند التعثر، واحتمال التعثر، واحتمال الاسترداد في حال التعثر.
- تنفيذ التحليل الائتماني بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي.
- فهم التقييم المنفذ من قبل وكالات التصنيف الائتماني، والتمييز بين مرتبة الاستثمار ومرتبة المضاربة.
- إدراك الاختلافات الرئيسية بين الأسلوب الأساسي والنماذج الإحصائية في تحليل الائتمان.
- فهم نماذج المعايير الائتمانية المستخدمة في التحليل الائتماني والتي لاقت قبولاً عاماً على مستوى العالم.

التحليل الائتماني للشركات Corporate credit analysis

يتمثل تحليل الائتمان في تقدير مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية في مواعيد استحقاقها، وذلك من خلال فحص إمكانية التخلف عن السداد وما يترتب عنه من خسارة محتملة. بالتالي، يعتبر التحليل الائتماني إجراء ملازماً لمعظم مؤسسات الإقراض سواء أكانت بنوكاً أو مستثمرين مؤسساتيين كشركات التأمين أو صناديق التقاعد. فالبنوك تستخدم التحليل الائتماني للتمييز بين الشركات المتمتعة بصحة مالية وتلك التي من المحتمل أن تتخلف عن السداد. كما يستخدم المستثمرون المؤسساتيون تحليل الائتمان في الحكم على مدى سلامة الاستثمار في أوراق الدين (السندات). لكن تحليل الائتمان ليس حكراً على المؤسسات المالية فقط. فالشركات تقدر الجدارة الائتمانية لزبائنها قبل منحهم تسهيلات الدفع، وكذلك لمورديها للتأكد من قدرتهم على تأمين خدمات الكفالة وقطع التبديل وغيرها. كما يستخدم تحليل الائتمان من قبل مدققي الحسابات عند قيامهم بتقييم قدرة الشركة على الاستمرار في مزاولة أنشطتها.

وعلى الرغم من الاهتمام المتزايد بالتحليل الائتماني، إلا أن هناك من يرى بأن تحليل الائتمان فن وليس علماً، وذلك انطلاقاً من أن القرارات الائتمانية غير موضوعية وتخضع للاجتهادات والتقديرات الشخصية. لكن هذا لا يعني عدم وجود إطار عام يمكن أن يكون مفيداً في صناعة قرارات الائتمان. وفيما يلي ندرج أهم الأساليب في تحليل الائتمان وأكثرها شيوعاً واستخداماً:

- الأسلوب الأساسي في تحليل الائتمان Fundamental credit analysis
- نماذج التنبؤ بالفشل المالي (النماذج الإحصائية) Statistical models
- نماذج المعايير الائتمانية:
  - ❖ نموذج المعايير الائتمانية المعروفة بــ 5C's

- ❖ نموذج المعايير الائتمانية المعروفة بـ 5P's
- ❖ نموذج المعايير الائتمانية المعروفة بـ PRISM

تتلخص عملية تحليل الائتمان في تقدير الخسارة المتوقعة في حال التخلف عن السداد. وتحسب الخسارة المتوقعة كالآتي:

الخسارة المتوقعة = قيمة القرض عند التعثر * احتمال التعثر * (1 – احتمال الاسترداد).

تشير قيمة القرض عند التعثر إلى الخسارة العظمى التي قد يتحملها الدائن في حال تخلف المدين عن السداد. أما احتمال التعثر فهو تقدير لاحتمال تخلف المدين عن السداد. بينما احتمال الاسترداد يقيس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها في حال تخلفت عن السداد.

مثال:

افترض بأن شركة استدانت (1,000 ل.س)، أي أن الخسارة العظمى المحتملة في حال التخلف عن السداد هي ألف ليرة سورية. وإذا افترضنا بأن احتمال التعثر 25%، واحتمال الاسترداد 100%.

بالاعتماد على المعطيات السابقة، فإن الخسارة المتوقعة تساوي الصفر، ذلك لأن احتمال الاسترداد 100%.

الخسارة المتوقعة = 1,000 * 25% * (1 – 100%) = صفر

بناءً عليه، ولكي نتمكن من تقدير الخسارة المتوقعة، فإنه من الضروري الحصول على تقديرات للمتغيرات التالية:

1) قيمة القرض عند التعثر.
2) احتمال التعثر.
3) احتمال الاسترداد.

من خلال تحليل الائتمان، لابد من تغطية المسائل الثلاث السابقة، إلا أن التحدي الأكبر يكمن في تقدير احتمالي التعثر والاسترداد.

ولابد من الإشارة إلى أن تحليل الائتمان لا يتوقف على الشركة محل التحليل، وإنما يتضمن أيضاً الأشخاص والشركات ذات العلاقة. فالشخص ذو العلاقة هو عبارة عن شخص يملك صلاحيات تمكنه من التحكم والسيطرة على الشركة محل التحليل، أو له تأثير هام عليها، أو أنه عضو ضمن الكادر الرئيسي المسؤول عن إدارة الشركة. أما الشركة ذات العلاقة، فهي الشركة التابعة لنفس المجموعة التي تتبع لها الشركة محل التحليل. وهنا لابد من الإشارة إلى أن المعيار المحاسبي الدولي رقم 24 (الإفصاحات عن الأطراف ذات العلاقة) يتطلب الإفصاح عن الأطراف ذات العلاقة للتأكد بأن القوائم المالية تتضمن كافة الإفصاحات الضرورية للفت النظر إلى إمكانية أن يكون المركز المالي ونتائج أعمال المجموعة متأثرة بوجود الأطراف ذات العلاقة وبالعمليات والأرصدة المعلقة مع تلك الأطراف. فعلى سبيل المثال، فإن المشاكل المالية لأحد ملاك الشركة قد تؤثر على وضعها المالي. فالمالك قد يستخدم الشركة كضمان لقروضه الخاصة، وفي حال عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته، فإن المصرف قد يعود على الضمانة والمتمثلة بملكية الشركة. وبالنتيجة، فإن مثل هذه الحالات لها انعكاسات سلبية على الشركة بما في ذلك التأثير على جدارتها الائتمانية.

بناءً عليه، لابد من الاهتمام الكافي من قبل محللي الائتمان بالشركات المنتمية لنفس المجموعة التي تنتمي إليها الشركة محل التحليل. فقد تؤثر المشاكل المالية التي تعاني منها الشركة الأم بشكل سلبي على الشركة التابعة. حيث قد تجبر الشركة التابعة على دفع توزيعات عالية غير عادية للشركة الأم بالشكل الذي قد يؤثر سلباً على قدرة الشركة التابعة على الاستثمار والتوسع في المستقبل. بالتالي، وطالما أن مثل هذه الحالات المرتبطة بالأطراف ذات العلاقة قد تؤثر

على الجدارة الائتمانية للشركات، لذا يتوجب على محلل الائتمان أن يأخذ بعين الاعتبار ذلك التأثير عند تقدير مخاطر الائتمان.

فيما يلي سوف نستعرض خطوات الأسلوب الأساسي في تحليل الائتمان. أما بقية الأساليب والنماذج المذكورة أعلاه، فسوف نستعرضها وبإيجاز في نهاية هذا الفصل.

أولاً_ الأسلوب الأساسي في تحليل الائتمان:

يعتبر الأسلوب الأساسي في تحليل الائتمان أسلوباً منهجياً وشاملاً في تحليل قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها عند استحقاقها. ويتضمن هذا الأسلوب ثمان خطوات وهي:

تقدير قيمة القرض عند التعثر:

1) معرفة الغاية من القرض المطلوب.
2) معرفة نوع التمويل.

تقدير احتمال التعثر:

3) التحليل الاستراتيجي للشركة.
4) تحليل الجودة المحاسبية للشركة.
5) تقدير الصحة المالية للشركة اعتماداً على النسب المالية.
6) تقدير التدفقات النقدية المستقبلية لتقييم قدرة الشركة على خدمة الدين.

تقدير احتمال الاسترداد:

7) الضمانات المتوافرة وقيمتها عند التصفية.

تقدير الخسارة المتوقعة:

8) تلخيص نتائج التحليل (التصنيف الائتماني).

الخطوة الأولى _ معرفة الغاية من القرض المطلوب:

من الأمور الجوهرية عند إجراء تحليل الائتمان معرفة الغرض من التسهيل الائتماني بشكل تفصيلي. فالمحلل بحاجة لمعرفة حجم القرض المطلوب والغرض منه، وذلك لتحديد نوع التمويل المناسب. فتاجر التجزئة يحتاج إلى تمويل قصير الأجل كالتسهيلات التشغيلية لتمويل المخزون والزبائن. أما المستثمر في المجال العقاري فهو بحاجة إلى تمويل طويل الأجل كالقروض العقارية أو غيرها من التسهيلات الملائمة للاستثمارات العقارية.

كما أن معرفة الاستخدام المزمع للتسهيل الائتماني يساعد في الحكم على مدى ملائمة منح هذا التسهيل من عدمه، وهل يتوافق مع سياسة المصرف المانح ومع الأهداف الاقتصادية العامة للدولة، وهل يتوافق مع قدرات وخبرات العميل طالب التسهيل أم يتعارض معها، فضلاً عن أنه يساعد في تحديد مدى ملائمة حجم التسهيل ونوعه للغرض المطلوب منه.

الخطوة الثانية_ معرفة نوع التمويل:

يرتبط نوع التمويل بشكل رئيسي بالغاية أو الغرض من الاقتراض من جهة، وبالوضع المالي للمقترض من جهة أخرى. وفيما يلي نستعرض الأنواع المختلفة للإقراض المتاحة للشركات، علماً بأنه لا يمكن حصر تلك الأنواع حيث أصبح بالإمكان تصميم أي نوع من أنواع الائتمان بما يناسب طلب المقترضين.

1) القروض

تقدم القروض التجارية بشكل رئيسي من قبل البنوك، وهي تأخذ الشكلين التاليين:

- **القرض ثنائي الجانب Bilateral loan**

وهو من أبسط أشكال القروض حيث يتمثل بالعلاقة الثنائية بين المقترض والبنك المقرض. وتمنح هذه القروض عادة للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، حيث تكون البنوك في هذه الحالة على استعداد لتحمل مخاطر الطرف الآخر.

- **القروض المشتركة بين المصارف Syndicated loans**

في هذا النوع من القروض، يمكن أن تشترك عدة مصارف في عملية الإقراض. ويتوجب على المقترض تحديد واحد من تلك المصارف كوكيل، حيث يهتم الوكيل بتنسيق التفاوض والدفعات والقضايا الأخرى المتعلقة بعملية الاقتراض بين كافة الأطراف.

ولابد من التمييز بين التسهيلات الملزمة والغير ملزمة. بالنسبة للتسهيلات غير الملزمة، يحق للمقرض التراجع عن الالتزام في أي وقت. بينما في حال التسهيلات الملزمة، لا يحق للمقرض التراجع عن التزامه، وإنما يتوجب عليه التعهد بتقديم التسهيلات المتفق عليها خلال كامل فترة الإقراض.

أما بالنسبة لأنواع القروض أو التسهيلات الأخرى، فيمكننا إدراج بعض الأنواع الأكثر شيوعاً:

- **ائتمان على المكشوف Open line credit**

بموجب هذا التسهيل، يحق للمقترض أن يسحب على المكشوف من المصرف، لكن بحيث لا يتجاوز السقف الائتماني، وخلال الفترة الائتمانية المتفق عليها والتي عادة ما تكون لمدة سنة. ولابد من الإشارة إلى أن رسوم وأعباء الدين تحمل أيضاً على التسهيلات غير المستخدمة.

- **الائتمان المدور Revolving line of credit**

تعتبر بطاقات الائتمان Credit cards من أهم أنواع الائتمان المدور.

- **قرض رأس المال العامل Working capital loan**

يندرج هذا النوع من القروض ضمن التمويل القصير الأجل، ويستخدم في تمويل المخزون والحسابات المدينة.

- **القرض العقاري Mortgage loan**

يستخدم هذا النوع من التسهيلات الائتمانية لتمويل القطاع العقاري، ويندرج عادة ضمن القروض طويلة الأجل.

2) السندات Bonds

السند هو ورقة مالية (ورقة دين) يصدرها المقترض (الشركات المساهمة أو الحكومات) في الأسواق المالية للاكتتاب عليها من قبل المستثمرين المحتملين. وتختار الشركة المصدرة للسندات جهة ضامنة للاكتتاب تقوم بترتيب عملية طرح السندات للاكتتاب. وبما أن السندات يتم طرحها وتداولها في الأسواق المالية، لذلك فإن متطلبات الإفصاح بالنسبة للسندات أكثر حاجة إذا ما قورنت مع القروض.

ويمكن تعريف السند أيضاً على أنه يعبر عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت أو متغير، وتلتزم الشركات التي أصدرت السند بدفع قيمته عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد.

3) أوراق متوسطة الأجل Medium-term notes

يشار لهذه الأوراق بالاختصار MTNs، وهي نموذج مرن للتمويل المتاح بالنسبة للمقترضين الذين يمتلكون جودة ائتمانية عالية. حيث أن الشركات المتمتعة بجودة ائتمانية عالية تستطيع تسجيل تلك الأوراق لدى وكلاء، ومن ثم يقوم الوكلاء بتوزيعها في الأسواق. إن الأوراق المتوسطة الأجل تتشابه كثيراً مع السندات، لكن الاختلاف يكمن في أن الوكلاء غير ملتزمين بضمان تغطية الاكتتاب على تلك الأوراق.

4) طرح للاكتتاب الخاص Private placement

يتمثل بإصدار أوراق دين وطرحها مباشرة إلى مؤسسات استثمار كبيرة كالمصارف وصناديق الاستثمار وشركات التأمين وصناديق التقاعد.

5) السندات القابلة للتحويل والأدوات الهجينة Convertible bonds and other hybrid instrument

السندات القابلة للتحويل ما هي إلا أداة دين يمكن تحويلها إلى عدد محدد من الأسهم خلال فترة محددة ووفقاً لسعر متفق عليه. وبما أن هذا النوع من السندات يقدم خياراً ثانياً للمستثمر (المقرض)، فإن سعر الفائدة عادة ما يكون أقل من السندات الأخرى وبذلك تكون تكلفته على الشركة التي أصدرته أقل من السندات الأخرى. بالإضافة إلى السندات القابلة للتحويل، هناك الكثير من الأدوات الهجينة التي يمكن تصميمها لتقابل حاجات أية شركة. ومن هذه الأدوات الهجينة: خيار تحويل الدين إلى ملكية، ومواعيد استحقاق مختلفة، والمرونة في دفع الفوائد بما فيها خيار تأجيل دفع الفوائد في حالة العجز النقدي.

أخيراً، فإن المحلل ومن خلال الخطوتين السابقتين يتمكن من الحصول على فهم لمخاطر التعثر، وبالنتيجة سيكون قادراً على الإجابة عن الأسئلة التالية:

- من هو المقترض؟
- ما هو الغرض من الاقتراض؟
- ما هو مبلغ القرض المطلوب؟
- ما هي عملة القرض؟
- ما هو معدل الفائدة؟
- ما هو تاريخ الاستحقاق؟
- ما هي تواريخ دفع الفوائد؟

الخطوة الثالثة_ التحليل الاستراتيجي للشركة:

إن الغرض من التحليل الاستراتيجي يتمثل في تحديد وتقييم مخاطر الائتمان، أي تحديد العوامل التي من المحتمل أن تؤثر سلباً على التدفقات النقدية وبالتالي تخفض من قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها. لقد ناقشنا في الفصل السابع

مجموعة من الأساليب والتقنيات التي تساعد المحلل في تغطية جوانب هامة متعلقة بالتدفقات النقدية المحتملة والمخاطر المرتبطة بها. أيضاً، فقد ناقشنا في الفصل التاسع المخاطر المرتبطة بالأنشطة التشغيلية والتمويلية للشركة وتقييم مدى قدرة الشركة على التحكم بالمخاطر المختلفة.

إن أساليب التحليل الاستراتيجي التي تمت مناقشتها في الفصلين المشار إليهما سابقاً متداخلة ومفيدة في تحديد وتقييم العوامل التي من المحتمل أن تؤثر سلباً في توليد التدفقات النقدية المستقبلية، وبالتالي زيادة مخاطر التخلف عن السداد وعدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها المستقبلية. لكن لابد من الإشارة إلى أن ما هو أهم من التحليل الاستراتيجي يتمثل بالبيانات التي تشكل المادة الأساسية للتحليل من جهة، وبكيفية أداء عملية التحليل من جهة أخرى. لذلك يتوجب على المحلل تكريس الوقت والموارد الضرورية لتجميع المعلومات المفيدة ولتنفيذ عملية التحليل.

الخطوة الرابعة_ تحليل الجودة المحاسبية للشركة:

تهدف هذه الخطوة إلى التأكد من أن الأرقام المحاسبية الواردة في التقارير المالية غير متأثرة أو متلاعب بها من قبل الإدارة بغرض تجميل صورة الشركة وعدم إظهار الوضع المالي الحقيقي للشركة. وفيما يلي قائمة بالقضايا المحاسبية الواجب أخذها بعين الاعتبار عند تقييم الجودة المحاسبية للشركة كجزء من التقييم الائتماني:

- ما هي المعايير المحاسبية المطبقة في إعداد البيانات المالية للشركة؟
- ما هو رأي مدقق الحسابات الوارد في شهادة المدقق؟
- هل تم مؤخراً تغيير مدقق الحسابات؟
- هل واجهت الشركة مؤخراً أية مسائل قانونية أو تنظيمية (على سبيل المثال، إعادة عرض بيانات أو ترميم وإصلاح ملفات أو أضابير)؟

- هل قامت الشركة مؤخراً بإجراء تغييرات في طريقة القياس أو التقدير أو في تبويب الحسابات؟
- هل السياسات المحاسبية للشركة واقعية إذا ما قورنت مع مثيلاتها من الشركات؟
- هل هناك تغيير في الفترة المحاسبية؟
- هل الأرباح المعلن عنها متأتية بشكل رئيسي من الأنشطة العادية للشركة؟
- هل البنود المحاسبية التي لم يتم الاعتراف بها حتى الآن (بنود خارج الميزانية) من المحتمل أن يكون لها تأثير على التدفقات النقدية؟
- هل يتضمن التقرير السنوي أية دلالات سلبية؟

بعد تحليل الجودة المحاسبية، يجب أن يشعر المحلل بالارتياح للأرقام المحاسبية الواردة في القوائم المالية للشركة. أما في حال توصل المحلل إلى وجود أية تناقضات أو مخالفات تثير الشكوك لديه في الأرقام المحاسبية، فإنه يتوجب عليه القيام بالمزيد من الدراسة والاستفسار عن أسباب ذلك.

الخطوة الخامسة_ تقدير الصحة المالية للشركة اعتماداً على النسب المالية:

تقوم الشركات عادة بتقييم مخاطر الائتمان بالنسبة لمورديها أو زبائنها باستخدام الأرقام المحاسبية الواردة في التقارير المالية. وهنا يمكن الاعتماد على النسب المالية التي تمت مناقشتها في الفصول (4 & 5 & 6). ففي الفصل الرابع عرضنا النسب المالية التي تقيس ربحية الشركة، في حين تضمن الفصل الخامس النسب المالية المستخدمة في تحليل نمو الشركة، أما في الفصل السادس فقد عرضنا النسب المالية التي يمكن من خلالها قياس مخاطر السيولة على المدى القصير الأجل وعلى المدى الطويل الأجل. ومما لا شك فيه، بأن هذه النسب المالية تعكس جوانب هامة حول الوضع المالي للشركة.

أما بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى غالباً ما تعتمد على نماذج التصنيف الائتماني المشابهة لتلك النماذج المعمول بها من قبل وكالات التصنيف الائتماني مثل ستاندرد آند بورز، وموديز. وبشكل عام فإن نماذج التصنيف الائتماني تعتمد على استخدام نسب مالية مختارة يمكن من خلالها تقييم الجدارة الائتمانية للشركات. كما أن النسب المالية المستخدمة في نماذج التصنيف الائتمانية يتم انتقائها بالاعتماد على اختبارات إحصائية.

إن الجدول رقم (10−1) يتضمن عدداً من النسب المالية الرئيسية التي تمثل النموذج المعتمد من قبل وكالة ستاندرد آند بورز لإجراء التصنيف الائتماني للفترة الطويلة الأجل بالنسبة للشركات الصناعية الأمريكية.

هذه النسب المالية تصف جوانب مختلفة من الربحية والمخاطر. فمثلاً نسبة العائد على رأس المال (العائد على رأس المال المستثمر)، ونسبة الربح التشغيلي إلى الإيراد تعتبر ضمن نسب الربحية، بينما النسب الأخرى تركز على المخاطر. كما يتضمن الجدول المعدلات المطلوبة (الحدود الدنيا) بالنسبة للشركات الصناعية لكي تحقق التصنيف المعطى. فعلى سبيل المثال، فإن الربح التشغيلي (EBIT) يجب أن يعادل على الأقل 21.4 مرة من الفوائد، أو العائد على رأس المال المستثمر يجب أن يساوي أو أعلى من 34.9% لكي تحصل الشركة على أفضل تصنيف ممكن وهو (AAA). ولابد من الإشارة إلى أنه من المهم أن نأخذ بعين الاعتبار إمكانية اختلاف الحدود الدنيا بين الصناعات وربما إمكانية تغيرها عبر الزمن.

تستخدم وكالات التصنيف الائتماني العالمية حروفاً أبجدية للدلالة على جودة الائتمان والتي تتدرج ضمن نوعين من مستوى المخاطر الائتمانية وهي:

الجدول رقم (10−1): نموذج التصنيف الائتماني للفترة الطويلة الأجل بالنسبة للشركات الصناعية الأمريكية المعتمد من قبل وكالة ستاندرد آند بورز:

البيان	تصنيف ائتماني عالي			تصنيف ائتماني متوسط			منخفض
متوسط ثلاث سنوات	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
معدل تغطية الفوائد بالأرباح قبل الفائدة والضريبة (X)	21.4	10.1	6.1	3.7	2.1	0.8	0.1
معدل تغطية الفوائد بالأرباح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء (X)	26.5	12.9	9.1	5.8	3.4	1.8	1.3
التدفقات النقدية الحرة من الأنشطة التشغيلية / إجمالي الديون (%)	84.2	25.2	15	8.5	2.6	(3.2)	(12.9)
مصادر الأموال من العمليات / إجمالي الديون (%)	128.8	55.4	43.2	30.8	18.8	7.8	1.6
العائد على رأس المال (%)	34.9	21.7	19.4	13.6	11.6	6.6	1
الربح التشغيلي / الإيراد (%)	27	22.1	18.6	15.9	15.4	11.9	11.9
الديون طويلة الأجل / رأس المال (%)	13.3	28.2	33.9	42.5	57.2	69.7	68.8
إجمالي الديون / رأس المال (%)	22.9	37.7	42.5	48.2	62.6	74.8	87.7
عدد الشركات	8	29	136	218	273	281	22

1) درجة الاستثمار Investment grade

وهي مؤشر لانخفاض درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز (Aaa, Aa, A, Baa) وذلك بالنسبة لوكالة موديز، والرموز (AAA, AA, A, BBB) بالنسبة لوكالتي ستاندرد آند بورز وفيتش.

2) درجة المضاربة Speculative grade

وهي مؤشر لارتفاع درجة المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز (Ba, B, Caa, Ca, C) بالنسبة لوكالة موديز، والرموز (BB, B, CCC, CC, C) بالنسبة لوكالتي ستاندرد آند بورز وفيتش.

كما تضيف وكالات التصنيف الائتماني أرقاماً أو إشارات على يمين درجة التصنيف للدلالة على مستوى الجودة الائتمانية ضمن كل درجة تصنيف. حيث تضيف وكالة موديز أرقاماً لدرجات التصنيف الائتماني من Aa إلى Caa وهي 1 أو 2 أو 3، حيث يشير الرقم 1 إلى النهاية العليا ضمن درجة التصنيف، بينما الرقم 2 يمثل منتصف درجة التصنيف، في حين الرقم 3 يشير إلى النهاية الدنيا ضمن درجة التصنيف. بينما تضيف وكالتا ستاندرد آند بورز وفيتش (+) أو (–) إلى درجات التصنيف الائتماني من AA إلى B للتعبير عن مستوى الجودة الائتمانية ضمنها.

أما بالنسبة للرموز المستخدمة من قبل وكالات التصنيف الائتماني للدلالة على مستوى الجودة الائتمانية فهي كما يلي:

- **AAA/Aaa الجودة الائتمانية الأعلى:**

تعتبر الإصدارات المصنفة (AAA/Aaa) بأنها ذات الجودة الائتمانية الأعلى والأقل من حيث المخاطر الائتمانية ومخاطر عدم السداد، وتعبر عن قدرة عالية ومتميزة على الوفاء بالالتزامات المالية.

- **AA/Aa جودة ائتمانية عالية جداً:**

تعتبر الإصدارات المصنفة (AA/Aa) بأنها ذات جودة ائتمانية عالية جداً، ومخاطر ائتمانية ومخاطر عدم سداد منخفضة جداً، وتعبر عن قدرة عالية جداً على الوفاء بالالتزامات المالية.

- **A جودة ائتمانية عالية:**

تعتبر الإصدارات المصنفة (A) بأنها ذات جودة ائتمانية عالية، ومخاطر ائتمانية ومخاطر عدم سداد منخفضة، وتعبر عن قدرة عالية على الوفاء بالالتزامات المالية.

- **BBB/Baa جودة ائتمانية جيدة:**

تعتبر الإصدارات المصنفة (BBB/Baa) بأنها ذات جودة ائتمانية جيدة، ومخاطر ائتمانية ومخاطر عدم سداد مقبولة، ولكن من الممكن للظروف الاقتصادية أن تؤثر على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية.

- **BB/Ba مخاطر مضاربة:**

تعتبر الإصدارات المصنفة (BB/Ba) بأنها ذات جودة ائتمانية دون المتوسط، ومخاطر ائتمانية عالية وتتضمن مخاطر مضاربة.

- **B مخاطر مضاربة عالية:**

تعتبر الإصدارات المصنفة (B) بأنها ذات جودة ائتمانية ضعيفة، ومخاطر ائتمانية عالية جداً وتتضمن مخاطر مضاربة عالية.

- **CCC/Caa مخاطر ائتمانية كبيرة:**

تعتبر الإصدارات المصنفة (CCC/Caa) بأنها ذات جودة ائتمانية ضعيفة جداً، ومخاطر ائتمانية عالية جداً، وهناك احتمال لحدوث حالة عدم السداد.

- **CC/Ca مخاطر ائتمانية عالية جداً:**

تعتبر الإصدارات المصنفة (CC/Ca) بأنها ذات جودة ائتمانية ضعيفة جداً، ومخاطر مضاربة عالية جداً، وهناك بعض المظاهر لحدوث حالة عدم السداد.

- **C المخاطر الائتمانية الأعلى:**

تعتبر الإصدارات المصنفة (C) بأنها ذات الجودة الائتمانية الأدنى، وأصبحت حالة عدم السداد حتمية ووشيكة، وبالتالي هناك صعوبة في استعادة أصل المبلغ أو الفوائد.

في حالة وقوع حالة تخلف محدود عن السداد أو وقوع حالة تخلف كامل عن سداد الالتزامات المالية، يتم استخدام الرمزين التاليين:

RD حالة تخلف محدود عن السداد Restricted default:

تشير إلى وقوع حالة عدم سداد محدودة لواحد أو أكثر من الالتزامات المالية.

D حالة عدم السداد Default:

تشير إلى حدوث حالة تخلف كامل عن سداد الالتزامات المالية، وتعبر عن الدخول في حالة الإفلاس والتصفية.

وأخيراً لابد من الإشارة إلى أن معظم الدراسات والأبحاث المتعلقة بنماذج التصنيف الائتماني المعتمدة من قبل وكالات التصنيف العالمية قد بينت أهمية النسب المالية التي تتضمنها تلك النماذج في تقدير مخاطر الائتمان. لكن من جهة أخرى، فإن هذه النسب المالية قد لا تشير إلى مخاطر الائتمان في الوقت المناسب.

الخطوة السادسة_ تقدير التدفقات النقدية المستقبلية لتقييم قدرة الشركة على خدمة الدين:

على الرغم من أهمية نماذج التصنيف الائتماني والنسب المالية، لكنها تعاني من بعض المشاكل وفي مقدمتها الاعتماد على البيانات التاريخية وتجاهل المعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية المستقبلية. لذلك فإنه من المفيد تقدير التدفقات النقدية.

يعتبر مفهوم التنبؤ الذي تم عرضه في الفصل السابع من المفاهيم المفيدة في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية. ولابد من الإشارة إلى أنه من المهم أن يتمكن المحلل من رسم صورة للمستقبل تتسم بدرجة عالية من الوضوح. وفي سبيل ذلك يمكن للمحلل الاعتماد على التحليل الاستراتيجي بالإضافة إلى تحليل القوائم المالية للوصول إلى تنبؤات أكثر موثوقية لكل مسبب من مسببات القيمة المالية. ووفقاً للتحليل الاستراتيجي يمكن تحديد السيناريوهات المحتملة وتقدير التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة عنها، وبالتالي تقييم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المستقبلية.

إن تقدير التدفقات النقدية بالنسبة لكل سيناريو من السيناريوهات المحتملة، يتطلب من المحلل إعداد القوائم المالية التقديرية Pro forma financial statements التي تم التطرق إليها بشكل تفصيلي في الفصل السابع.

أخيراً، تعتبر الخطوات السابقة من الخطوة الثالثة حتى الخطوة السادسة أداة هامة لتزويد المحلل بالمعلومات الضرورية لتقدير احتمال التعثر. حيث يتمكن المحلل بالاعتماد على هذه الخطوات من الإجابة على التساؤلات التالية:

- ما هي العوامل الإستراتيجية التي من المحتمل أن يكون لها التأثير الأكبر على التدفقات النقدية في المستقبل؟
- هل القوائم المالية عالية الجودة؟

- هل تشير النتائج المستخلصة من التحليل باستخدام النسب المالية إلى أية مشاكل مالية؟
- هل تشير التقديرات المستقبلية للتدفقات النقدية إلى أية مشاكل مالية؟
- ما هو احتمال التعثر؟

الخطوة السابعة_ الضمانات المتوافرة وقيمتها عند التصفية:

إذا لم تكن القروض قصيرة الأجل، وهناك احتمال لأن يتعرض المقرض لمخاطر عدم السداد، فمن الضروري في هذه الحالات طلب الضمانات. غالباً ما يضمن المقرضون قروضهم برهن الأصل الذي من أجله تمت عملية الاقتراض، حيث يتمكن المقرض من الرجوع إلى الأصل المرهون في حال تخلف المقترض عن السداد. وفي هذا السياق، فإن الأمر الأكثر أهمية للمقرض يتمثل بالتأكد من جودة الضمانات المقدمة وما إذا كانت تكفل الاسترداد الكامل في حال التخلف عن السداد.

يتضمن الجدول (10-2) أنواع الضمانات من جهة، ودرجة سيولتها وجودتها من جهة أخرى. تشير السيولة إلى مدى سهولة تحويل الأصل إلى نقدية. بينما الجودة تتمثل فيما إذا كانت القيمة الدفترية للأصول تعكس قيمتها عند التصفية.

الجدول رقم (10-2): أنواع وجودة الضمانات

تبويب الأصول	أنواع الضمانات	السيولة والجودة
الأصول غير الملموسة	الشهرة والعلامات التجارية	منخفضة
	العقود والامتيازات	منخفضة
	براءات الاختراع	منخفضة
الأصول الملموسة	الممتلكات	منخفضة إلى متوسطة
	المصانع	منخفضة

	المعدات	منخفضة
	المخزون	منخفضة إلى متوسطة
	الحسابات القابلة للتحصيل	متوسطة إلى عالية
الأصول المالية	الأوراق المالية لأغراض المضاربة	عالية
	حسابات النقدية والبنوك	عالية

إن الأصول الأسهل تسييلاً مثل النقدية والأوراق المالية هي بنفس الوقت ذات جودة عالية لأن قيمتها الدفترية تعكس بشكل كبير قيمتها عند التصفية. بينما الأصول الأصعب تسييلاً مثل الأصول غير الملموسة، فهناك شكوك كبيرة فيما إذا كانت القيمة الدفترية لتلك الأصول ستعكس قيمتها عند التصفية. ويمكن الاعتماد على ما جاء في الفصل الثامن ضمن القسم المتعلق بأسلوب التصفية (أسلوب من أساليب التقييم) وذلك لفحص جودة الضمانات (الأصول). حيث يتوقف تعديل القيمة الدفترية للأصول على عدد من العوامل منها الأساس المستخدم في قياس الأصول، والاستخدامات البديلة لتلك الأصول، ومستوى الصيانة، وعدد المشتريين المحتملين، بالإضافة إلى الوقت المتاح لإنجاز عملية التصفية.

هناك أساليب أخرى يمكن أن يعتمد عليها الدائنون في ضمان قروضهم والتخفيف من مخاطر عدم السداد. فعلى سبيل المثال، تعتبر الكفالة المقدمة من الشركة الأم أو شركة تابعة أسلوباً آخراً للحصول على الضمان. إن جودة مثل هذه الضمانات تعتمد على قدرة الشركة الأم أو الشركة التابعة على الوفاء بالتزاماتها المستقبلية.

أخيراً، هناك عدد من الأسئلة يمكن الإجابة عليها بالاعتماد على الخطوة السابقة وهي:

- ما هي الضمانة؟
- ما هي سيولة الضمانة؟
- ما هي جودة الضمانة؟
- ما هو احتمال الاسترداد؟

الخطوة الثامنة_ تلخيص نتائج التحليل (التصنيف الائتماني):

إن كل خطوة من خطوات التحليل السابقة تزود المحلل بمعلومات قيمة يمكن من خلالها فهم وإدراك كافة الجوانب المتعلقة بثلاث نقاط رئيسية وهي:

1) قيمة القرض عند التعثر.
2) احتمال التعثر.
3) احتمال الاسترداد.

فإذا افترضنا بأن المحلل قادر على الحصول على تقديرات موثوقة حول النقاط الثلاث السابقة، فإنه يصبح من الممكن تقدير الخسارة المتوقعة. فعلى سبيل المثال، افترض بأن نتائج التحليل الائتماني لإحدى الشركات كانت كما يلي:

- قيمة القرض عند التعثر: 100 مليون ليرة سورية.
- احتمال التعثر يتراوح بين 40% – 50%.
- احتمال الاسترداد يتراوح بين 70% – 80%.

بناءً على النتائج المذكورة أعلاه، فإن الخسارة المتوقعة تتراوح بين 8 – 15 مليون ل.س.

- الخسارة المتوقعة 1: 100 * 40% * (1 – 80%) = 8 مليون ل.س.
- الخسارة المتوقعة 2: 100 * 50% * (1 – 70%) = 15 مليون ل.س.

تقوم البنوك ووكالات التصنيف الائتماني بتلخيص خطوات التحليل ونتائجه في نموذج للتصنيف الائتماني. ويعتبر الجدول رقم (10−3) نموذجاً للتصنيف الائتماني وتلخيص نتائج التحليل المكونة من:

الجدول رقم (10−3): ملخص التصنيف الائتماني (مثال)

القطاع / اسم الشركة	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
العامل1: التحليل الاستراتيجي (20%)							
• **المخاطر الخارجية**			X				
• **المخاطر الإستراتيجية**				X			
• **المخاطر التشغيلية**					X		
• **المخاطر المالية**			X				
العامل2: التحليل باستخدام النسب المالية (20%)							
• **معدل تغطية الفوائد بالأرباح قبل الفائدة والضريبة (X)**		X					
• **معدل تغطية الفوائد بالأرباح قبل الفائدة والضريبة والاستهلاك والإطفاء (X)**			X				
• **التدفقات النقدية الحرة من الأنشطة التشغيلية / إجمالي الديون (%)**					X		
• **مصادر الأموال من العمليات / إجمالي الديون (%)**				X			
• **العائد على رأس المال (%)**			X				
• **الربح التشغيلي / الإيراد (%)**			X				
• **الديون طويلة الأجل / رأس المال (%)**			X				
• **إجمالي الديون / رأس المال (%)**				X			

العامل3: تقدير التدفقات النقدية المستقبلية (30%)							
• **سيناريو الحالة الأسوأ**			X				
• **سيناريو الحالة الأساس**				X			
• **سيناريو الحالة الأفضل**					X		
العامل4: الاسترداد (30%)							
• **قيمة الضمانات عند التصفية المنتظمة (غير إجبارية)**			X				
• **قيمة الضمانات عند التصفية الإجبارية (غير منتظمة)**				X			
التصنيف:							
• **التصنيف المحدد وفق المنهجية المتبعة**				X			
• **التصنيف الفعلي المخصص**			X				

1) التحليل الاستراتيجي.
2) التحليل باستخدام النسب المالية.
3) تقدير التدفقات النقدية المستقبلية.
4) قيمة الضمانات.

ونلاحظ من خلال الجدول بأن هناك وزن نسبي مخصص لكل بند من البنود الأربعة. وهذه الأوزان يمكن أن تكون مخصصة بشكل غير موضوعي، ولكن في معظم الحالات يتم الاعتماد على التحليل الإحصائي في عملية التخصيص. وبالعودة إلى الجدول، يتبين لنا بأن بند التحليل باستخدام النسب المالية تم تخصيصه بوزن نسبي بلغ 20% من التقييم الائتماني النهائي الذي يظهر بأن هذا البند يعتمد بشكل رئيسي على المعلومات التاريخية. بينما البند المتعلق

بتقدير التدفقات النقدية، فقد خصص بوزن نسبي أعلى بلغ 30% كونه يأخذ بعين الاعتبار البعد المستقبلي.

ولابد من الانتباه إلى أن التصنيف المحدد وفق المنهجية المتبعة في المثال المبين في الجدول هو (BBB)، بينما التصنيف الفعلي هو (A). إن الاختلاف بين التصنيفين يعود إلى التحسن المتوقع في بعض العوامل الأربعة خلال السنة القادمة.

ثانياً_ تسعير مخاطر الائتمان Pricing credit risk:

في هذا القسم سوف نناقش وباختصار كيفية ترجمة المخاطر الائتمانية إلى علاوات مخاطر. بشكل عام، وعند تحديد معدل العائد على الإقراض، فإن صاحب القرار الائتماني يجب أن يأخذ بعين الاعتبار المصاريف الإدارية وأعباء خدمة الائتمان، بالإضافة إلى علاوة المخاطر اللازمة لمقابلة مخاطر الائتمان.

إن القاعدة العامة تتمثل بأن علاوة المخاطر تزداد كلما انخفض التصنيف الائتماني. فعلى سبيل المثال، إذا كان لدينا شركتين ترغبان في الحصول على قرض طويل الأجل لمدة عشر سنوات. وإن التصنيف الائتماني للفترة الطويلة الأجل بالنسبة للشركتين:

- الشركة الأولى: (AAA).
- الشركة الثانية: (B).

كما نفترض بأن علاوة المخاطر بالنسبة للتصنيف (AAA) تتراوح بين (0.6% – 1.9%)، بينما تتراوح بين (3.2% – 13.1%) بالنسبة للتصنيف (B).

وأخيراً إذا افترضنا بأن الفائدة على سندات الخزينة طويلة الأجل (عشر سنوات) الخالية من المخاطر 3.38%.

بناءً عليه، فإن الشركة الأولى ذات التصنيف (AAA) سوف تدفع فائدة قد تصل نسبتها إلى (5.28 % = 3.38% + 1.9%). بينما الشركة الثانية ذات التصنيف الائتماني المنخفض (B) فسوف يرتفع معدل الفائدة وقد يصل إلى (16.48% = 3.38% + 13.1%).

وفي هذا السياق لابد من أن نأخذ بالحسبان الملاحظتين التاليتين:

الملاحظة الأولى:

إن الانحراف الكبير لعلاوات المخاطر العائدة لتصنيف محدد يعكس حالة عدم التأكد في أسواق الإقراض التي قد تكون ناجمة عن الاضطراب المالي. فمثلاً علاوة المخاطرة للتصنيف (B) تذبذبت بين 3.2% – 13.1%. وهذا أيضاً يدل على أن علاوة المخاطر لا تبقى ثابتة عبر الزمن.

الملاحظة الثانية:

إن علاوة المخاطر عادةً ما تقاس من قبل وكالات التصنيف عن طريق أخذ أعلى وأدنى درجة مخاطرة ضمن السنتين الماضيتين وذلك بالنسبة لكل تصنيف ائتماني على حدا.

ثالثاً_ نماذج التنبؤ بالفشل المالي (النماذج الإحصائية) Statistical models:

لقد ناقشنا فيما سبق من هذا الفصل الخطوات المختلفة للأسلوب الأساسي في تحليل الائتمان، حيث يقوم المحللون بدراسة وفحص كافة الجوانب المهمة المتعلقة بالوضع المالي للشركة. كما وأشرنا في مقدمة الفصل إلى أن النماذج الإحصائية هي أسلوب آخر يمكن من خلاله تأطير عملية التحليل الائتماني. وسوف نناقش في القسم المتبقي من هذا الفصل تلك النماذج الإحصائية مع تقديم بعض الأمثلة.

إن الأساليب الإحصائية المستخدمة في التحليل الائتماني تساعد بشكل رئيسي بالتنبؤ بالفشل المالي أو الإفلاس، ولذلك فهي تسمى نماذج التنبؤ بالفشل المالي Forms of forecast the financial failure. وبدون أدنى شك، فإن عملية التنبؤ بالفشل المالي أو الإفلاس تتطلب عملاً شاقاً ومهارات تحليلية، وهذا ما تبين لنا بوضوح من خلال الأسلوب الأساسي في تحليل الائتمان وخطواته الثمان. لذلك فإننا نعتقد بأن التنبؤ بالفشل المالي للشركات اعتماداً على الأساليب الإحصائية لا يمكن أن يكون بديلاً عن الأسلوب الأساسي في تحليل الائتمان. لكن بنفس الوقت، فإن الأساليب الإحصائية مفيدة في اختيار بعض النسب المالية التي يمكن الاعتماد عليها في تحليل ودراسة احتمال تعثر الشركات. وبالتالي، فإن تلك الأساليب الإحصائية تتشابه إلى حد كبير مع نماذج التصنيف الائتماني. فضلاً عن ذلك، فإن الأساليب الإحصائية قد تكون مفضلة في الحالات التي يكون فيها تطبيق أسلوب التحليل الأساسي مكلفاً جداً. بالإضافة إلى أن تلك الأساليب الإحصائية تمكن المقرضين من تنفيذ عملية التحليل على عدد كبير من الشركات وبسرعة كبيرة جداً.

وقبل الحديث عن نماذج التنبؤ بالفشل المالي لابد من التمييز بين نوعين من الفشل وهما:

1) الفشل الاقتصادي Economic failure

في هذه الحالة لا تستطيع المنشأة أن تحقق عائد معقول أو معتدل على استثماراتها، أي أن عائد الاستثمار في المنشأة أقل من عائد استثماره في مجالات أخرى أو أقل من تكلفة الأموال المستثمرة في المنشأة.

2) الفشل المالي Financial failure

يتمثل الفشل المالي بعدم قدرة المنشأة على سداد التزاماتها والوفاء بديونها بتاريخ استحقاقها، وبالتالي فإن المنشأة في حالة من العجز المالي إلى درجة إعلان

الإفلاس ووضع المنشأة في حالة التصفية. والعجز المالي يشير إلى أن القيمة الدفترية لالتزامات المنشأة أكبر من القيمة الدفترية لأصولها.

ونظراً للأهمية البالغة لموضوع التنبؤ بالفشل، فقد نشط الباحثون منذ بداية الستينات وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية في إجراء الدراسات والأبحاث الهادفة إلى تحديد المؤشرات التي يمكن الاسترشاد بها في التنبؤ باحتمالات الفشل المالي. وتم ذلك بتشجيع من المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين AICPA وهيئة البورصات SEC وذلك على أعقاب أزمة الإفلاسات الكبيرة التي اجتاحت أمريكا بعد الحرب العالمية الثانية. وقد انحصر الجدل حينئذ حول مدى مسؤولية مدقق الحسابات عن حوادث إفلاس الشركات التي أخذت تتزايد ملحقة أضراراً كبيرة بالمساهمين والمقرضين وغيرهم.

وقد ظهرت أولى الدراسات المختصة بالفشل المالي في عام 1966 (نموذج بيفر Beaver)، ثم تلاها عدد من الدراسات الأخرى وخاصةً في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وكندا. وفيما يلي نستعرض وبإيجاز أهم النماذج الناتجة عن تلك الدراسات:

1) نموذج بيفر Beaver:

يعتبر بيفر صاحب فكرة وضع نموذج للتنبؤ بفشل الشركات، حيث قام باستخدام وانتقاء نسب مالية مميزة للأداء سميت بالنسب المركبة. وقد قام بيفر باختبار 30 نسبة مالية وتطبيقها على البيانات المالية لـ 79 شركة ناجحة و 79 أخرى فاشلة ولخمس سنوات متتالية. وقد استخدم بيفر أسلوب التحليل الأحادي وتوصل من خلال الاختبارات الإحصائية إلى 6 نسب مالية اعتبرها قادرة وبدقة على التنبؤ بالفشل قبل وقوعه بخمس سنوات، والجدول التالي يبين النسب المالية التي اعتمدها بيفر في صياغة نموذجه في التنبؤ بالفشل المالي:

الجدول رقم (10–4): النسب المالية المستخدمة في نموذج بيفر Beaver

التسلسل	النسب المالية (مؤشرات التنبؤ بالفشل المالي)
1	التدفق النقدي / إجمالي الديون
2	الدخل الصافي / إجمالي الأصول
3	إجمالي الديون / إجمالي الأصول
4	صافي رأس المال العامل / إجمالي الأصول
5	نسبة التداول
6	نسبة التداول السريعة

2) نموذج ألتمان (Altman):

يقوم هذا النموذج على خمسة متغيرات مستقلة يمثل كل منها نسبة مالية، ومتغير تابع (Z). وقد وضع هذا النموذج استكمالاً لنموذج كان ألتمان قد وضعه في عام 1968. ويتم التعبير عن نموذج ألتمان وفق المعادلة التالية:

$$Z = 0.012\,X1 + 0.014\,X2 + 0.033\,X3 + 0.006\,X4 + 0.01\,X5$$

وفيما يلي جدولاً يبين النسب المالية المستخدمة في نموذج ألتمان:

الجدول رقم (10–5): النسب المالية المستخدمة في نموذج ألتمان Altman

المتغيرات	النسب المالية	الوزن النسبي
X1	صافي رأس المال العامل / إجمالي الأصول	0.012
X2	الأرباح المحتجزة / إجمالي الأصول	0.014
X3	الأرباح قبل الفوائد والضرائب / إجمالي الأصول	0.033
X4	القيمة السوقية لحقوق المساهمين / إجمالي	0.006

	الالتزامات	
X5	المبيعات / إجمالي الأصول	0.01
Z	**دليل أو مؤشر الاستمرارية**	

وبموجب هذا النموذج تصنف الشركات محل الدراسة في ثلاث فئات وذلك حسب قدرتها على الاستمرارية وهي:

- فئة الشركات الناجحة أو القادرة على الاستمرار وذلك إذا كانت قيمة (Z) أكبر أو تساوي 2.99.
- فئة الشركات الفاشلة المحتمل إفلاسها وذلك إذا كانت قيمة (Z) تقل عن 1.81.
- فئة الشركات التي يصعب تحديد وضعها وبالتالي تحتاج إلى مزيد من الدراسة وذلك عندما تكون (Z) أكبر من 1.81 وأقل من 2.99.

لقد تبين من خلال الحالات التي تم فيها تطبيق هذا النموذج بأن قدرته على التنبؤ بالفشل كانت بحدود 82% قبل سنة من وقوع الفشل وبنسبة 58% قبل سنتين من وقوعه.

3) نموذج شيرورد (Sherrord):

يعتمد هذا النموذج على ست نسب مالية رئيسية ولكل نسبة وزنها النسبي الخاص بها. ويتمثل هذا النموذج بالمعادلة الرياضية التالية:

$$Z = 17\,X1 + 9\,X2 + 3.5\,X3 + 20\,X4 + 1.2\,X5 + 0.1\,X6$$

وفيما يلي جدولاً يبين النسب المالية المستخدمة في نموذج شيرورد وأوزانها النسبية:

الجدول رقم (10-6): النسب المالية المستخدمة في نموذج شيرورد Sherrord

المتغيرات	النسب المالية	الوزن النسبي
X1	صافي رأس المال العامل / إجمالي الأصول	17
X2	الأصول السائلة / إجمالي الأصول	9
X3	إجمالي حقوق المساهمين / إجمالي الأصول	3.5
X4	صافي الربح قبل الضريبة / إجمالي الأصول	20
X5	إجمالي الأصول / إجمالي الالتزامات	1.2
X6	إجمالي حقوق المساهمين / الأصول الثابتة	0.1
Z	**دليل أو مؤشر الإفلاس**	

يستخدم هذا النموذج في دراسة مدى قدرة الشركة على الاستمرار في مزاولة أنشطتها، كما يستخدم في تقييم المخاطر الائتمانية حيث يجري تقسيم القروض إلى خمس فئات حسب درجة المخاطرة كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (10-7): تقسيم القروض إلى فئات حسب درجات المخاطرة

الفئات	درجة المخاطرة	قيمة Z
الأولى	قروض ممتازة	أكبر أو تساوي 25
الثانية	قروض قليلة المخاطر	أصغر من 25 وأكبر أو تساوي 20
الثالثة	قروض متوسطة المخاطر	أصغر من 20 وأكبر أو تساوي 5
الرابعة	قروض عالية المخاطر	أصغر من 5 وأكبر أو تساوي – 5
الخامسة	قروض عالية المخاطر جداً	أصغر من – 5

4) نموذج كيدا (Kida):

يعتبر هذا النموذج أحد النماذج الحديثة التي استخدمت في عملية التنبؤ بالفشل المالي في عام 1981. ويتكون النموذج من خمسة متغيرات مستقلة من النسب المالية لتحديد قيمة المتغير التابع (Z) وذلك بموجب المعادلة التالية:

$$Z = 1.042\ X1 + 0.42\ X2 - 0.461\ X3 - 0.463\ X4 + 0.271\ X5$$

فإذا كانت قيمة (Z) ايجابية فإن الشركة في حال أمان من الفشل المالي، أما إذا كانت سلبية فإن الشركة محل الدراسة تكون مهددة بالفشل المالي.

والجدول التالي يبين النسب المالية المستخدمة في نموذج كيدا وأوزانها النسبية:

الجدول رقم (10-8): النسب المالية المستخدمة في نموذج كيدا Kida

المتغيرات	النسب المالية	الوزن النسبي
X1	صافي الربح بعد الضريبة / إجمالي الأصول	1.042
X2	إجمالي حقوق المساهمين / إجمالي الالتزامات	0.42
X3	الأصول السائلة / الالتزامات المتداولة	0.461
X4	المبيعات / إجمالي الأصول	0.463
X5	الأصول السائلة / إجمالي الأصول	0.271
Z	**دليل أو مؤشر الاستمرارية**	

ولابد من الإشارة إلى أن نموذج كيدا أثبت قدرة عالية على التنبؤ بالفشل المالي وصلت إلى ما يقارب 95%.

محددات النماذج الإحصائية:

على الرغم من محاسن أساليب التنبؤ بالفشل المالي ودورها في تقييم قدرة الشركة على الاستمرار في مزاولة أنشطتها من جهة، وتقييم المخاطر الائتمانية من جهة أخرى. إلا أنه يكتنفها بعض العيوب ومنها:

- إن معظم أساليب التنبؤ بالفشل المالي المعتمدة على الطرق الإحصائية بنيت على معادلة الانحدار والتي تعتمد على مجموعة من المتغيرات مع إعطائها أوزان نسبية، وتختلف هذه المتغيرات من نموذج إلى آخر بالإضافة إلى اختلاف أوزانها النسبية. وهذا الاختلاف في المتغيرات وأوزانها النسبية من نموذج لآخر يعود بشكل رئيسي إلى اختلاف الظروف الاقتصادية من شركة لأخرى، ولذلك لا يمكننا استخدام نفس النموذج لكل الشركات والحالات دون مراعاة تلك الظروف.
- إن كافة نماذج وأساليب التنبؤ بالفشل المالي تفترض بأن المعاملات والمعدلات المستخدمة في تلك النماذج غير ثابتة وتتغير عبر الزمن، وبالتالي فإنه من الضروري تعديل تلك المعاملات وعلى أسس منتظمة.
- إن قيمة دليل أو مؤشر الإفلاس (Z) الذي يتم من خلاله التمييز بين الشركات الناجحة والفاشلة يعتمد بشكل كبير على الاجتهاد والتقدير الشخصي. فضلاً عن أن قيمة (Z) قد لا تكون مستقرة عبر الزمن وربما تحتاج إلى إعادة فحص.
- تعتمد نماذج الإفلاس وبشكل كامل على البيانات والمعلومات التاريخية دون مراعاة للمعلومات المستقبلية. كما أنها لا تتضمن المعلومات النوعية التي باتت تؤثر وبشكل كبير في الحكم على الوضع المالي للشركة.

- كل أسلوب من الأساليب الإحصائية يعتمد على مجموعة من الافتراضات التي قد تكون أكثر أو أقل من معطيات الواقع الحقيقي، وهذا ما يؤثر على شرعية وصحة تلك النماذج.

رابعاً_ نماذج المعايير الائتمانية:

بالإضافة إلى الأسلوبين السابقين المستخدمين في تحليل الائتمان والمتمثلين بأسلوب تحليل الائتمان الأساسي ونماذج التنبؤ بالفشل المالي (النماذج الإحصائية)، هناك مجموعة من نماذج المعايير الائتمانية المستخدمة في التحليل الائتماني والتي لاقت قبولاً عاماً لدى محللي ومانحي الائتمان على مستوى العالم. ومن أهم تلك النماذج:

1) نموذج المعايير الائتمانية المعروفة بـ 5C's.
2) نموذج المعايير الائتمانية المعروفة بـ 5P's.
3) نموذج المعايير الائتمانية المعروفة بـ PRISM.

وفيما يلي سنقدم شرحاً لنموذج المعايير الائتمانية المعروفة بـ 5C's، أما بالنسبة لنموذجي 5P's و PRISM فسوف نكتفي بتعداد المعايير فقط، وذلك بسبب التشابه والتقارب بينهما وبين معايير نموذج 5C's التي سيتم شرحها. كما أن دراسة وتحليل المعايير وفق نموذجي PRISM & 5P's يعطي ذات الدلالات التي يعطيها نموذج 5C’s وإن كان بأسلوب آخر. أي أنه لا يوجد تعارض بين النماذج الثلاثة لمعايير منح الائتمان ومضامينها تتداخل وتشترك فيما بينها وذلك بهدف التأكد عند دراسة طلب الائتمان أو القرض من مدى ملاءة العميل وقدرته على تسديد التزاماته، وكذلك تحديد المخاطر التي تكتنف عملية منح الائتمان.

1) نموذج المعايير الائتمانية المعروفة بــ 5C's:

يعتبر هذا النموذج من أبرز المنظومات الائتمانية التي لاقت قبولاً كبيراً على مستوى العالم، ووفقاً لهذا النموذج يقوم المقرض بدراسة بعض الجوانب المتعلقة بالمقترض المقترح كعميل ائتمان، وفيما يلي تلك الجوانب أو المعايير:

المعايير باللغة العربية	المعايير باللغة الانكليزية
1) الشخصية	**C**haracter
2) القدرة	**C**apacity
3) رأس المال	**C**apital
4) الضمان	**C**ollateral
5) الظروف المحيطة	**C**onditions

إن دراسة وتحليل المعلومات المستخلصة من تطبيق المعايير الخمسة المذكورة أعلاه تشكل بمجموعها نقطة ارتكاز مهمة لإدارة الائتمان، حيث يمكن من خلالها أن نحدد فيما إذا كان العميل يقع ضمن منطقة القبول أو الرفض.

وفيما يلي استعراض لهذه المعايير:

الشخصية:

تعد شخصية العميل الركيزة الأساسية الأولى للقرارات الائتمانية، والركيزة الأكثر تأثيراً في المخاطر التي قد تتعرض لها الجهات المقرضة. وبالتالي لابد من تحديد شخصية العميل بدقة عند إجراء التحليل الائتماني. فكلما كان العميل يتمتع بشخصية أمينة ونزيهة وسمعة طيبة في الأوساط المالية، وملتزماً بكافة تعهداته وحريصاً على الوفاء بالتزاماته، كلما كان أقدر على إقناع المصرف بمنحه الائتمان المطلوب.

إن قياس عامل معنوي كعامل الأمانة والنزاهة بدرجة دقيقة أمر تكتنفه بعض الصعوبات من الناحية العملية. وفي سبيل التغلب على هذه الصعوبات لابد من الاستعلام الجيد وجمع البيانات والمعلومات عن العميل من محيطيه العملي والعائلي. وهناك مجموعة من المؤشرات التي يتعين الحصول على بيانات كافية عنها أهمها ما يلي:

- مدى انتظام العميل في سداد التزاماته مع المصارف الأخرى التي يتعامل معها، ومن ثم يجب الحصول على استعلام عن العميل من تلك المصارف.
- مدى وفائه بتعهداته مع الشركات والمؤسسات والهيئات التي يتعامل معها سواء أكانت موردة لاحتياجاته أو مستخدمة لمنتجاته.
- الإطلاع على سجلات المحاكم للتعرف فيما إذا كانت هناك حجوزات موقعة عليه أو أحكام لإخلاله بالتزاماته.
- الوقوف على السجلات والأحكام التجارية لمعرفة فيما إذا قد سبق إشهار إفلاس العميل أم لا.
- التصرفات الشخصية للعميل سواء بحياته الاجتماعية أو في محيطه العملي، ومدى تمتعه باحترام المجتمع له.

بناءً عليه، فإن لشخصية العميل ثلاثة أبعاد رئيسية:

البعد الأول: شخصية قانونية تتناول مدى أهليته القانونية، ومدى أهليته للتعاقد مع المصرف وإبرام التزامات، سواء أكان هذا العميل شخصاً طبيعياً أو معنوياً.

البعد الثاني: شخصية سلوكية اجتماعية تتناول تصرفات وسلوكيات العميل الخاصة، وقياس مدى تأثيرها الحالي والمستقبلي في قدرته ورغبته في سداد القرض الممنوح له.

البعد الثالث: شخصية مهنية وتنافسية تتمثل بحرص العميل على سداد التزاماته واحترامه لتعهداته، وحرصه على جودة منتجاته وقيامه بالتحسين والتطوير المستمر لها. ويتم الاستعلام عن ذلك من الجهات والمؤسسات المتعاملة مع العميل من تجار وموزعين وموردين ومصارف.

إن هذا الجانب من التحليل يتمثل بالانصراف إلى الاطمئنان إلى سمعة العميل على المستويين الشخصي والعملي، ومدى رغبته واحترامه للوفاء بالتزاماته.

القدرة

وتعني باختصار قدرة العميل على تحقيق الدخل وبالتالي قدرته على سداد القرض والالتزام بدفع الفوائد والمصروفات والعمولات. ومعيار القدرة أحد أهم المعايير التي تؤثر في مقدار المخاطر التي يتعرض لها المصرف عند منح الائتمان. ورغم أن معيار القدرة يحدد مقدرة العميل على تحقيق الدخل أو الربح وبالتالي قدرته على إعادة ما اقترضه من المصرف، إلا أن هناك عدة آراء حددت ماهية القدرة كمتغير في المخاطر، ويمكن تجميع تلك الآراء في أربعة اتجاهات رئيسية مختلفة وهي:

الاتجاه الأول: هو تفسير القدرة من خلال اقترابها من الشخصية فهي تعني أهلية الشخص على الاقتراض.

الاتجاه الثاني: ينصرف إلى تحديد القدرة بالقابلية الإدارية للمقترض في أن يكون قادراً على مباشرة أعماله وإدارتها إدارة سليمة تضمن للمصرف سلامة إدارة الأموال المقدمة للعميل في صورة قروض، ولهذا يشير البعض للقدرة إلى قدرة العميل على إدارة أعماله وهي تقاس من خلال عاملين أساسيين هما:

- **العامل الأول:** مدى خبرة العميل في ممارسة النشاط موضوع التمويل، ويتم قياسها بعدد سنوات ممارسة هذا النشاط بنجاح ومقدار الأرباح المحققة في كل سنة ومدى تناسب معدل الربح مع عوائد الفرص البديلة.

- **العامل الثاني:** مدى تطبيقه لأسس وقواعد ومبادئ الإدارة العلمية في مجالات النشاط المختلفة التي يمارسها المشروع.

الاتجاه الثالث: وينصرف عادة هذا الاتجاه إلى التركيز على الأمور المالية البحتة في توضيح مفهوم القدرة، حيث ينصب التركيز حول قدرة طالب الائتمان على خلق عائد متوقع كاف لضمان مخاطرته، وتسديد ما عليه من التزامات مستحقة اتجاه المصرف. وبشكل عام فإن قدرة المقترض على تسديد القرض إنما تعتمد على حجم التدفق النقدي للمقترض.

الاتجاه الرابع: ينظر إلى القدرة بمقدار التدفق النقدي المتوقع للعميل، إذ ينظر أصحاب هذا الاتجاه إلى أن قدرة العميل على سداد الائتمان تعتمد على مقدار التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها في المستقبل.

وعليه لابد للمصرف عند دراسة هذا المعيار من التعرف على الخبرة الماضية للعميل المقترض وتفاصيل مركزه المالي، وتعاملاته المصرفية السابقة سواء مع المصرف نفسه أو أية مصارف أخرى. ويمكن الوقوف على كثير من التفاصيل التي تساعد متخذ القرار الائتماني من خلال استقراء العديد من المؤشرات التي تعكسها القوائم المالية الخاصة بالمقترض ودراسة ذلك كله. فكلما كانت نتائج دراسة هذا الجانب ايجابية كلما زاد اطمئنان متخذ القرار إلى قدرة المقترض محل الدراسة على سداد القرض المطلوب وفق الشروط المقترحة للقرض وفي مواعيد السداد التي سيتم الاتفاق عليها. فجوهر هذا الجانب إذن ينصرف إلى الاطمئنان على توافر الخبرة والكفاءة الفنية والإدارية والملاءة المالية للعميل المقترض.

رأس المال

يعتبر رأس مال العميل أحد أهم أسس القرار الائتماني وعنصراً أساسياً من عناصر تقليل المخاطر الائتمانية باعتباره يمثل ملاءة العميل المقترض وقدرة حقوق ملكيته على تغطية القرض الممنوح له، فهو بمثابة الضمان الإضافي في حال فشل العميل في التسديد. هذا وتشير الدراسات المتخصصة في التحليل الائتماني إلى أن قدرة العميل على سداد التزاماته بشكل عام تعتمد في الجزء الأكبر منها على قيمة رأس المال الذي يملكه، إذ كلما كان رأس المال كبيراً كلما انخفضت المخاطر الائتمانية والعكس صحيح في ذلك، فرأس مال العميل يمثل قوته المالية.

ويرتبط هذا العنصر بمصادر التمويل الذاتية أو الداخلية للمنشأة والتي تشمل كل من رأس المال المستثمر والاحتياطيات المكونة والأرباح المحتجزة. حيث أنه لابد أن يكون هناك تناسب بين مصادر التمويل الذاتية للعميل وبين الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية. ويفضل في العادة أن تكون المصادر الذاتية أو الداخلية أكبر من المصادر الخارجية والتي من بينها القرض المطلوب من المصرف وذلك لضمان جدية العميل في تنفيذ مشروعاته خاصة إذا كان المشروع لا زال في مرحلة الإنشاء أو مرحلة التشغيل الأولي.

وفي سبيل تطبيق هذا المعيار، هناك مجموعة من البيانات والمعلومات عن العميل التي لابد من الحصول عليه للتعرف على النواحي التالية:

- حجم الاستثمارات المطلوبة لممارسة العميل لنشاطه.
- مصادر تمويل هذه الاستثمارات ومدى التناسب بين مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية.

- قيمة الأصول أو الموجودات الخاصة بالعميل أو الشركة ومدى ملاءتها الائتمانية من حيث سرعة بيعها والتخلص منها بتحويلها إلى نقد سائل لسداد التزامات العميل إذا أخفق في سدادها.

وبصفة عامة، يتوجب على محلل الائتمان فيما يتعلق بمعيار رأس المال القيام بشكل رئيسي بتحليل القوائم المالية الخاصة بالمنشأة للوقوف على مدى سلامة مركزها المالي ومدى توازن هيكلها التمويلي. فجوهر هذا الجانب إذن ينصرف إلى أهمية التأكد من توافر رأس المال المناسب لدى العميل طالب القرض أو الائتمان ومن قوته المالية وقدرة حقوق ملكيته على تغطية القرض المطلوب.

الضمان

يقصد بالضمان مجموعة من الأصول التي يضعها العميل تحت تصرف المصرف كضمان مقابل الحصول على القرض. ولا يجوز للعميل التصرف في الأصل المرهون، فهذا الأصل سيصبح من حق المصرف في حال عدم قدرة العميل على السداد. وإذا ما كان القرار الائتماني قد استلزم تقديم ضمانات معينة، فإنه يجب أن يراعى عند تحديد الضمان ما يلي:

- أن يكون قابلاً للبيع أو للتصفية ولا يمثل الاحتفاظ به تكلفة أو عبئاً مرتفعاً.
- عدم تقلب قيمة الضمان بشكل كبير خلال فترة الائتمان، فالضمان الذي يتعرض لتقلبات شديدة في قيمته لا يمكن الاعتماد عليه في استرداد حقوق المصرف.
- أن تكون ملكية العميل للضمان ملكية كاملة وليست محل نزاع.
- أن يتوافر لدى المصرف كافة المستندات القانونية التي تؤكد حق المصرف باستخدام هذه الضمانات وتسييلها وذلك لسداد قيمة الائتمان عند عجز العميل عن السداد.

- كفاية الضمانات المقدمة لتغطية قيمة الائتمان والفوائد والعمولات الأخرى قدر المستطاع.

وقد يكون الضمان شخصاً ذا كفاءة مالية وسمعة جيدة لكي تعتمد عليه إدارة الائتمان في ضمان تسديد الائتمان. كما ويمكن أن يكون الضمان مملوكاً لشخص آخر وافق أن يكون ضامناً للعميل.

وعموماً فإن هناك العديد من الآراء تتفق على أن الضمان لا يمثل الأسبقية الأولى في اتخاذ القرار الائتماني، أي عدم جواز منح القروض بمجرد توافر ضمانات يرى المصرف أنها كافية. إنما الضمان بصفة عامة تفرضه مبررات موضوعية ومنطقية تعكسها دراسة طلب القرض. فمثلاً، يمكن أن يرى متخذ القرار الائتماني أنه بالإمكان اتخاذ قرار بمنح الائتمان إنما هناك بعض الثغرات القائمة أو المتوقعة والتي يمكن تلافيها بتقديم ضمان عيني أو شخصي، أي الضمان هنا يقلل من مساحة المخاطر الائتمانية المصاحبة لقرار منح الائتمان ومن ثم يطلب من المقترض المقترح تقديم ضمانات بعينها. إذاً الضمان يأتي بمثابة تعزيز للقرار الائتماني أو حماية لمخاطر معينة يتعرض لها المصرف عندما يتخذ القرار بمنح الائتمان، ولذلك كلما زاد احتمال الخطر الذي يحيط بالعملية الائتمانية كلما كانت الضمانات المطلوبة أكبر وذلك حماية لحقوق المصرف.

الظروف المحيطة

يجب على محلل الائتمان أن يدرس مدى تأثير الظروف العامة والخاصة المحيطة بالعميل طالب الائتمان على النشاط أو المشروع المطلوب تمويله. ويقصد هنا بالظروف العامة المناخ الاقتصادي العام في المجتمع، وكذلك الإطار التشريعي والقانوني الذي تعمل المنشأة في إطاره خاصة ما يتصل بالتشريعات النقدية والجمركية والتشريعات الخاصة بتنظيم أنشطة التجارة الخارجية استيراداً أو

تصديراً، حيث تؤثر هذه الظروف العامة في مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي. أما الظروف الخاصة فهي ترتبط بالنشاط الخاص الذي يمارسه العميل، مثل الحصة السوقية لمنتجات المشروع أو خدماته التي يقدمها، وشكل المنافسة، ودورة حياة المنتج أو الخدمة التي يقدمها العميل، وموقع المشروع من دورة حياته بمعنى هل هو في مرحلة التقديم أو الولادة، أم في مرحلة النمو، أم في مرحلة الاستقرار، أم في مرحلة الانحدار.

بناءً عليه، يتوجب على محلل الائتمان فيما يتعلق بمعيار الظروف المحيطة القيام بشكل رئيسي

بتحديد ودراسة الآتي:

- نوع السلعة أو الخدمة التي يقدمها العميل ومواصفاتها ومدى جودتها وقابليتها للتلف، ومتوسط تكلفة السلعة أو الخدمة وسعرها السائد في السوق حالياً والمتوقع مستقبلاً ومقدار هامش الربح.
- حجم الطلب على السلعة أو الخدمة التي يقدمها العميل، وكذلك حجم السوق فيما يتصل بعدد المستهلكين وخصائصهم من حيث السن والدخل وسلوكهم الاستهلاكي.
- حجم المنافسة الحالية في السوق، وحجم المنافسة المتوقعة مستقبلاً. وخصائص منافذ التوزيع من حيث الحجم والنوع والعدد والانتشار الجغرافي.

بعد العرض السابق للمعايير الخمسة المكونة لنموذج المعايير الائتمانية المعروفة بـ 5C's، نلاحظ بأن الدراسة المتعمقة لتلك المعايير مجتمعة يمكن أن تقدم صورة واضحة عن وضع العميل طالب القرض أو الائتمان ومركزه المالي. لكن لابد من الإشارة إلى أن هذه المعايير تتفاوت من حيث أهميتها النسبية، فهناك بعض المراجع تميل إلى التركيز على المعايير الثلاثة الأولى وتعتبرها الأكثر

أهمية، بينما غالباً ما ينظر إلى الضمان على أنه أقل هذه المعايير أهمية. كما أنه من الطبيعي ألا تستوفي جميع المعايير الخمسة الحد الأمثل لها، فالضعف في أحد المعايير يمكن أن يعوض بقوة معيار آخر.

2) نموذج المعايير الائتمانية المعروفة بـ 5P's:

من الممكن أن يستخدم محلل الائتمان نموذج آخر من المعايير المستخدمة في دراسة الجوانب المتعلقة بالمقترض المقترح كعميل ائتمان، وفيما يلي تلك الجوانب أو المعايير للنموذج المعروف بـ 5P's:

المعايير باللغة العربية	المعايير باللغة الانكليزية
1) العميل	**P**eople
2) الغرض من الائتمان	**P**urpose
3) القدرة على السداد	**P**ayment
4) الحماية	**P**rotection
5) النظرة المستقبلية	**P**erspective

3) نموذج المعايير الائتمانية المعروفة بـ PRISM:

يتكون هذا النموذج من المعايير التالية:

المعايير باللغة العربية	المعايير باللغة الانكليزية
1) التصور	**P**erspective
2) القدرة على السداد	**R**epayment
3) الغاية من الائتمان	**I**ntention
4) الضمانات	**S**afeguards
5) الإدارة	**M**anagement

أسئلة الفصل العاشر

1) ما هي الأساليب المختلفة المتاحة في مجال التحليل الائتماني؟
2) كيف يمكن تقدير الخسارة المتوقعة في حالة إفلاس الشركة؟
3) ما هو المقصود بقيمة القرض عند التعثر، واحتمال التعثر واحتمال الاسترداد في حال التعثر؟
4) ما هي أنواع القروض المتاحة للشركات؟
5) ما هي خطوات الأسلوب الأساسي في تحليل الائتمان؟
6) كيف تقوم وكالات التصنيف الائتماني بتقييم الجدارة الائتمانية للشركات؟
7) ما هي مزايا وعيوب الأسلوب الأساسي في تحليل الائتمان؟
8) ما هي مزايا وعيوب استخدام النماذج الإحصائية في تحليل الائتمان؟
9) ما هو نموذج المعايير الائتمانية المعروفة بـ 5C's؟
10) لماذا يعتبر تحليل الائتمان فناً وليس علماً؟

المراجع

أولاً_ المراجع العربية:

- مليكة زغيب، نعيمة غلاب، "مدى فاعلية نموذج ألتمان ونموذج هولدر في التنبؤ بالفشل المالي لمؤسسات البناء والأشغال العمومية الجزائرية، دراسة ميدانية"، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد الرابع، الجزء الثاني، 2015.
- جمال اليوسف، فواز الحموي، "الإدارة المالية"، منشورات جامعة دمشق – نظام التعليم المفتوح، 2014.
- مجلس معايير المحاسبة الدولية، ترجمة جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، "معيار المحاسبة الدولية رقم (1) عرض البيانات المالية"، عمان، الأردن، 2013.
- صافي فلوح، "المحاسبة الإدارية ودراسة الميزانيات"، منشورات جامعة دمشق، 2011.
- أسعد حميد العلي، "الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2010.
- بيومي محمد عمارة، "تحليل وتشكيل المحافظ المالية"، منشورات جامعة بنها، كلية التجارة – التعليم المفتوح، 2010.
- سلمان حسين الحكيم، "أثر تحليل الأصول الفكرية في تطوير ورفع كفاءة القرارات الإدارية، دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الخدمي السوري"، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009.

- محمود جلال أحمد، طلال الكسار، "استخدام مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء المالي والتنبؤ بالأزمات المالية للشركات"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009.
- محمد زيدان إبراهيم، "المحاسبة المتوسطة"، كلية التجارة، جامعة المنوفية، مصر، 2008.
- عبد الرزاق حسين سالم، حسين علي خشارمة، "المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 34، العدد 2، 2007.
- معاذ فوزي شبيطة، محمد حسين أبو نصار، "الربح المحاسبي والتدفقات النقدية كمقياس لأداء المنشأة، دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان"، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 32، العدد 2، 2005.
- عبد المنعم عوض الله، محمود عباس عدي، أحمد سباعي قطب، "تحليل ونقد القوائم المالية، أساسيات وتطوير"، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2001.
- منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، "التحليل المالي، مدخل صناعة القرارات"، مطبعة الطليعة، عمان، الأردن، 2000.

المراجع باللغة الانكليزية:

- American Institute of Management Accountants, CMA Preparatory Program, Part 1, "Financial Reporting, Planning, Performance and control", 2015.
- Brian Hock and Lynn Roden, "CMA Preparatory Program", Hock international, LLC, Sixth edition, 2014.
- Ying huang, Ningzhong Li and Jeff Ng, "Performance Measures in CEO Annual Bonus Contracts", JEL Classifications, 2013.
- Christian V. Petersen and Thomas Plenborg, "Financial Statement Analysis", Prentice Hall, London, 2012.
- Jan R. Williams, Susan F. Haka, Mark S. Bettner and Joseph V. Carcello, "Financial Accounting", McGraw-Hill/Irwin, New York, 2012.
- Li, N., "Performance Measures in Earnings-Based Financial Covenants in Debt Contracts", Working Paper, University of Texas at Dallas, 2012.
- Anthony Saunders and Marcia Millon Cornett, "Financial Markets and Institutions", McGraw-Hill/Irwin, New York, 2012.
- David Spiceland, Jim Sepe and Mark Nelson, "Intermediate Accounting", McGraw-Hill/Irwin, New York, 2011.
- Watter T. Harrison Jr., Charles T. Horngren, C. William Thomas and Themin Suwardy, "Financial Accounting, International Financial Reporting Standards", Pearson Education South Asia, Singapore, 2011.
- Lyn M. Fraser and Aileen Ormiston, "Understanding Financial Statements", Prentice Hall, New Jersey, 2010.

- Karen P. Schoenebeck and Mark P. Holtzman, "Interpreting and Analyzing Financial Statements", Prentice Hall, New Jersey, 2010.
- Banker, R., R. Huang and R. Natarajan, "Incentive Contracting and Value Relevance of Earnings and Cash Flows", Journal of Accounting Research, Vol. 47, 2009.
- Fernandez, P., "Betas used by professors: a survey with 2,500 answers", Working paper, IESE Business School, 2009.
- Fernandez, P., "Market risk premium used in 2008 by professors: a survey with 1,400 answers", Working paper, IESE Business School, 2009.
- Mauboussin, M. J., "Clear Thinking about Share Repurchase", Legg Mason Capital Management, 2006.
- Petersen, C., T. Plenborg and F. Scholer, "Issues in valuation of privately-held firms", Journal of Private Equity, 2006.
- Mamoun Hamdan and Nabeel Al-Halabi, "Introduction To Finance", Damascus University, 2005.
- Dutta, S. and S. Reichelstein, "Stock Price, Earnings and Book Value in Managerial Performance Measures", The Accounting Review, Vol. 80, 2005.
- Cheng, S., "R&D Expenditures and CEO Compensation", The Accounting Review, Vol. 79, 2004.
- Ganguin, B. and J. Bilardello, "Fundamentals of Corporate Credit Analysis", McGraw-Hill, 2004.
- Dutta, S. and S. Reichelstein, "Leading Indicator Variables, Performance Measurement and Long-term versus Short-term Contracts", Journal of Accounting Research, Vol. 41, 2003.

- Liu, J., D. Nissim and J. Thomas, "Equity valuation using multiples", Journal of Accounting Research, No. 1, 2002.
- Parum, C., "Corporate Finance", Lawyer and Okonomforbundets publishing, 2001.
- Claus, J. and J. Thomas, "Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets", The Journal of Finance, 2001.
- Charitou, A., C. Clubb and A. Andreou, "The value relevance of earnings and cash flows: Empirical evidence for Japan", Journal of International Financial Management and Accounting, Vol. 11, No. 1, 2000.
- Copeland, T., T. Koller and J. Murrin, "Valuation: Measuring and managing the value of companies", John Wiley & sons, 2000.
- Jorion, P. and W. N. Goetzmann, "A century of global stock markets", Working paper 7565, National Bureau of Economic Research, 2000.
- Baker, M. and R. Ruback, "Estimating Industry Multiples", Working paper, Harvard University, Cambridge, MA, 1999.
- Ali, A. and P. Pope, "The incremental information content of earnings, working capital from operations, and cash flows: The UK evidence", Journal of Business, finance and Accounting, Vol. 22, 1995.
- Dechow, P., "Accounting earnings and cash flow as measures of firm performance: The role of accounting accruals", Journal of Accounting and Economics, Vol. 18, 1994.

- Altman, E.I., "Corporate Financial Distress", John Wiley & Sons, 1983.
- Ohlson, J., "Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy", Journal of Accounting Research, 1980.
- Altman, E.I., "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", Journal of Finance, 1968.
- Beaver, W., "Financial ratios as predictors of failure", Journal of Accounting Research, Supplemental, Empirical research in accounting: Selected studies, 1966.